

## Abstract

This graduation paper strives at formulating general guidelines and ‘good practice’ - concerning preparation for sale and valuation of the numerous Danish companies that stands before an impending sale, due to natural aging of present ownership. Our efforts strive to ensure that as many as possible of these companies will find new ownership - empirical evidence shows that only half the companies seems to survive this age-precipitated change in ownership and management.

Concerning preparations for sale, this paper emphasizes that the advisor/consultant must tune the performance of the company based on a deep understanding of the fundamental economic properties. A useful perspective is offered by the shareholder value concept. Owners and buyers alike, are interested in future earnings and especially value creation, therefore the advisor/consultant must act and advise based on knowledge on value drivers in general and specifically what drives value for the company in question.

We focused on primary value drivers such as; EVA, ROIC, WACC, risk and growth. Furthermore we introduce and discuss critical issues for a future buyers accept, such as reducing the level of uncertainty regarding the company – and its future earnings. We argue that uncertainty is both a barrier for accept, as well as critical for the obtainable price. Uncertainty is not a value driver *per se*, but can instead best be described as a price driver. Price can under certain restrictive and unrealistic conditions be equivalent to a calculated fair market value, but neither can be considered to be the value of the company as such.

A stand-alone valuation should capture the intrinsic/fundamental value of a company, defined by the future earnings and risks (adjusted capital costs) associated with the future earnings. The selling price of a company should be determined by negotiation between the two independent parties - based on the best possible estimate of (intrinsic) value. The RI- and DCF-models, we argue, is well-suited for providing this estimation of value.

Based on the characteristics of these models we discuss if one model can be proven superior. The RI-model focuses on value creation and has, compared to the DCF-model, certain admirable features that ensure that the valuation, of the typical small and medium sized company with an aging ownership, stands a better chance of being calculated theoretically consistent and correctly. Furthermore, we argue, the use of the RI-model will lower the perceived uncertainty that the buyer understandably feels towards any valuation. The best possible valuation will however rest on carefully prepared realistic budgets, scenario analysis and the use of both the DCF- and RI-model.

A P/E-method can be employed to check and inspire the price negotiations between the two parties, but should be presented and used with a highest level of caution, since it is invariably a flawed estimate – of the price, or rather, fair market value of a company. Valuation by the substance-method is not recommendable, since the method provides neither a pure value estimate nor a pure fair market value estimate. The substance-method delivers an arbitrary blend of a value estimate and a fair market value estimate, and is as such, not a valid basis for negotiations.

Last but not least, we introduce guidelines concerning how risk, growth, value creation and the interest tax-shield should be treated in valuation of the typical age-precipitated sales scenario of a small or medium sized enterprise.

**Kandidat afhandling – cand.merc.aud**  
*Cand.merc.aud studiet*  
*10. semester*  
*Aalborg Universitet*

<b>Opgaveemne</b>		Corporate finance
<b>Tidsramme</b>	:	1. Februar 2005 – 8. Juli 2005
<b>Titel</b>		<b>Værdiansættelse og salgsmodning af den typiske generationsskiftevirksomhed.</b>
<b>Vejleder</b>	:	Per Vestergaard Andersen

.....  
*Morten Hvilsom Larsen*

.....  
*Jakob Hansen*

<b>1.0 INDLEDNING</b> .....	<b>4</b>
<b>2.0 METODE OVERVEJELSER</b> .....	<b>6</b>
2.1 VALG AF METODE .....	6
2.2 METODIK OG PROJEKTETS OPBYGNING .....	9
<b>3.0 PROBLEMFOMULERING</b> .....	<b>11</b>
3.1 GENERATIONSSKIFTEPROBLEMATIKKENS OMFANG .....	11
3.2 SAMFUNDSMÆSSIGE KONSEKVENSER .....	13
3.3 KØBERNE TIL DEN TYPISKE GENERATIONSSKIFTEVIRKSOMHED .....	18
3.4 DEN TYPISKE GENERATIONSSKIFTEVIRKSOMHED .....	19
<b>VORES PROBLEM ER SÅLEDES:</b> .....	<b>22</b>
<b>4.0 VÆSENTLIGE OVERVEJELSER FOR GENERATIONSSKIFTEPROCESSEN</b> .....	<b>23</b>
4.1 PROBLEMAFGRÆNSNING - VIRKSOMHEDSMÆGLERENS ARBEJDE .....	26
4.2 SALGSMODNINGSFASEN.....	27
<b>4.2.1 AFKAST, VÆRDISKABELSE OG VALUEDRIVERS</b> .....	<b>27</b>
<b>4.2.2 RISIKO</b> .....	<b>28</b>
<b>4.2.3 KAPITALBEHOV</b> .....	<b>31</b>
4.3 VÆRDIANSÆTTELSESFASEN.....	32
<b>5.0 DEN STRATEGISKE ANALYSE – ET FÆLLES FUNDAMENT</b> .....	<b>37</b>
<b>6.0 SALGSMODNING</b> .....	<b>41</b>
6.1 VÆRDISKABELSE & SHAREHOLDER VALUE .....	41
6.2 VALUEDRIVERS .....	42
6.3 EVA SOM DEN ABSOLUTE HOVED-VALUEDRIVER .....	42
6.4 ROIC SOM HOVED-VALUEDRIVER .....	44
6.5 WACC SOM HOVED-VALUEDRIVER .....	46
6.6 USIKKERHED – SOM VIGTIG PRIS-DRIVER OG MULIG BARRIERE FOR ET ENDELIGT SALG .....	50
6.8 KAPITALBEHOV – MULIG BARRIERE FOR ET ENDELIGT SALG.....	53
6.9 DELKONKLUSION PÅ SALGSMODNING.....	54
<b>7.0 VÆRDIANSÆTTELSE</b> .....	<b>56</b>
7.1 BUDGETTERING OG SCENARIEANALYSER.....	56
7.2 VÆRDIANSÆTTELSEN OG VÆRDIANSÆTTELSESMODELLERNE.....	61
7.3 DE KAPITALVÆRDIBASEREDE VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER .....	64
7.4 DCF-MODELLEN .....	65
7.5 RI-MODELLEN.....	82
7.6 RI-MODELLEN CTR. DCF-MODELLEN .....	89
7.7 P/E-METODEN.....	106
7.8 SUBSTANSVÆRDIMETODEN.....	117
7.9 RENTESKATTESKJOLDDET .....	126
7.10 DELKONKLUSION PÅ VÆRDIANSÆTTELSE OG VÆRDIANSÆTTELSESMODELLERNE .....	141
<b>8.0 KONKLUSION</b> .....	<b>144</b>
<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>147</b>
<b>BILAG A: SUCCESSION</b> .....	<b>153</b>
<b>BILAG B: FORUDSÆTNINGSREGNEARK</b> .....	<b>156</b>

## 1.0 Indledning

Et afgangprojekt er noget ganske særligt for os studerende. For det første markerer projektet afslutningen på et langt og begivenhedsrigt uddannelsesforløb, men derudover er det også det projekt hvori friheden er størst – og hvor det næsten kun er ens interesse, evner og ambitioner, som sætter grænsen for emnevalg og indhold.

Dermed også sagt, at vi har foretaget **vores** emnevalg og afgrænsning ud fra interesse og lyst til at arbejde med disse og lignende problemstillinger nu og i fremtiden. - At sikre flest mulige vellykkede generationsskifter mener vi er afgørende for det danske samfund og det har længe været et problem, som har optaget os. Vores bachelorafhandling var således en teoretisk diskussion og analyse af, hvordan ledere kan omskabe deres organisation og gøre den klar til nye tider og udfordringer. Kort sagt forandringsledelse som er en uhyre væsentlig del af den ”bløde” side af et generationsskifte. Den ”hårde” del af en virksomhedsoverdragelse eller et generationsskifte, er dog for os mindst ligeså interessant – og er det, som dette projekt vil tage udgangspunkt i.

Interesse for dette aspekt blev bl.a. vakt af vores vejleder og tidligere underviser i ”Virksomhedsvurdering og værdiansættelse”, Per Vestergaard Andersen, som gjorde det klart for os, at selvom Corporate Finance er et meget vigtigt arbejdsfelt, hvor der jongleres med enorme summer - så er branchen endnu ikke præget af en homogen opfattelse af, hvordan virksomheder bør værdiansættes.

En del af forklaringen på denne manglende homogenitet er uden tvivl, at teoretiske uoverensstemmelser præger arbejdsområdet. Hvorvidt aktiemarkedets prisdannelse er udtryk for den ultimative ”rigtige” pris eller ej - og spørgsmålet om hvordan man kan behandle virkelighedens kompleksitet kan eksempelvis hævdes at være grundlæggende teoretiske skillelinier mellem tilhængere af henholdsvis relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. Disse vedblivende teoretiske uoverensstemmelser bunder efter vores mening grundlæggende i kompleksiteten herunder den uvisse fremtid, som gør det svært at bevise udover enhver tvivl, at denne eller hin teoretiske tilgang er alle andre overlegne. Måske er denne kompleksitet også kilden til den udbredte opfattelse af, at værdiansættelse af aktier og virksomheder er mere kunst end videnskab. Vores opfattelse er dog, at værdiansættelse er eller skal gøres til en videnskab, fordi man ved en videnskabelig tilgang kan gøre forudsætninger og beregninger tilgængelige og gennemskuelige, og fordi en videnskabelig tilgang, der bygger på et teoretisk grundlag, til stadighed kan diskuteres og forbedres.

Og det er vigtigt at gøre værdiansættelse til en videnskab, da mennesket (og selskaber) må antages at være profitmaksimerende og handle ud fra egne interesser. Troværdigheden af en værdiansættelse kan derfor siges at være direkte proportional med tilgængeligheden og gennemskueligheden af de forudsætninger og beregninger, der ligger til grund for prisfastsættelsen.

Alle virksomhedsmæglere og corporate finance-huse vil dog sikkert hævde, at deres praksis bygger på sund teori og en videnskabelig tilgang. Men i så fald må de forskellige praktiske tilgange som minimum kunne diskuteres og bedømmes ud fra de netop nævnte kriterier for en troværdig værdiansættelse – tilgængeligheden og gennemskueligheden af forudsætninger og beregninger der ligger til grund for værdiansættelsen. Af andre vigtige faktorer som de forskellige teoretiske og praktiske tilgange kan diskuteres ud fra, kan nævnes, hvordan de behandler eller forsimpler virkelighedens kompleksitet, og hvordan usikkerhed og risiko bliver inddraget i forhold til en værdiansættelse.

Vi vil specielt se på rådgivning og værdiansættelse af mindre unoterede virksomheder, hvor virksomhedsmægleren stilles overfor særlige udfordringer når teori og praksis skal afvejes og forenes. Køb/salg af små eller mindre unoterede virksomheder er også særligt interessant af en anden årsag. Dansk erhvervsstruktur er jo nemlig domineret af netop disse virksomheder, og mange små og mindre virksomheder står overfor et nært forestående generationsskifte i forbindelse med at den nuværende ledelse/ejer nærmer sig pensionsalderen. De kommende år vil der derfor være et stort antal virksomheder til salg og dermed vil der også være et stort behov for rådgivning og værdiansættelse af små/mindre unoterede virksomheder. Endvidere vil der de kommende år blive færre mulige købere som følge af samfundets almindelige demografiske udvikling, og der er således en stor risiko, for at sælger ikke umiddelbart kan finde en køber.

**Vi vil derfor undersøge, hvad virksomhedsmægleren kan gøre for at sikre det bedst mulige resultat – for begge parter – hvilket vil sige, at sørge for de bedste forudsætninger for en tilfredsstillende handel. Det mener vi helt grundlæggende skal gøres igennem god rådgivning forud for salget og ved at levere den bedst mulige værdiansættelse. Vores hovedfokus for størstedelen af opgaven vil ligge på at uddybe og diskutere, hvad den optimale salgsmodning og værdiansættelse indebærer - og se på hvilke teoretiske overvejelser der bør gøres i forhold til den typiske generationsskiftevirksomhed.**

## 2.0 Metode Overvejelser

Som udgangspunkt for kandidatafhandlingens tilblivelse har gruppens metodesyn været overvejet for at kunne styre det videnskabelige arbejde i henhold til et overordnet metodesyn. Vi har diskuteret forskellige opfattelser af virkelighedssyn, menneskesyn og arbejdsmetoder for at udvikle en referenceramme – og for at sikre, at projektet bliver udarbejdet i overensstemmelse med gruppens overordnede syn på videnskabeligt arbejde.

Der findes ifølge Arbnor og Bjerke (1997) seks overordnede rammer/paradigmer, der kan karakterisere en videnskabelig undersøgelse. Disse kan sammenfattes i følgende tre metodesyn: analytisk syn, systemsyn og aktørsyn.<sup>1</sup> I gruppen er vi, efter tidligere at have arbejdet meget med metode, efterhånden blevet klar over at systemsynet for os rummer den største forklaringsværdi. En afgrænsning og begrundelse for valg af metode vil blive fremstillet og argumenteret for i det nedenstående. For yderligere omtale af metodesyn henvises til relevant litteratur, f.eks. Arbnor & Bjerke.

### 2.1 Valg af metode

Grundlæggende har vi valgt at benytte systemsynet, fordi vi er af den opfattelse, at virksomheder og mennesker indgår i systemer, og at det videre er en nødvendighed at kigge på systemer og helhedsperspektiver for at komme til en forståelse af enkeltheder.

Vi mener m.a.o., at systembetragtningen har stor forklaringsværdi. Vi anser systemsynet som det metodesyn, der bedst er i stand til at vurdere en problemstilling ud fra den samlede kontekst og på baggrund heraf udvælge relevante fremgangsmåder for bearbejdning, i kraft af at fokus ikke blot vil ligge snævert på virksomheden eller medarbejderen, men i høj grad også på samspillet mellem disse og omverdenen.

Det essentielle ved systemsynet, som vi opfatter og ser det, er at enkeltheder betragtes som en del af et større system og ikke blot vurderes i sig selv, men også ud fra det bidrag der ydes til systemet som helhed<sup>2</sup>. Med andre ord en overvejende holistisk helhedsopfattelse, hvor delene kædes sammen af relationer og danner en helhed, som er andet og mere end de enkelte dele summeret – altså systemsynets synergieffekt, som kan være både af positiv og negativ karakter<sup>3</sup>. Synergieffekten kan forklare det ”ekstra”, som f.eks. et godt samarbejde, gode forbindelser og stærke relationer mellem helhedens enkelte dele kan resultere i. Sammenhænge under systemsyn forklares desuden gennem

---

<sup>1</sup> Arbnor & Bjerke (1997), s. 38

<sup>2</sup> Ibid., s. 52

<sup>3</sup> Ibid., s. 51

begrebet finalitet. Med dette menes, at det er vigtigt at se på den kontekst, begivenhederne befinder sig i. Sammenhænge ses altså ikke kun ud fra et årsags → virknings forhold, idet den aktuelle situation og systemet er afgørende for resultatet. Det er altså vigtigt at forstå begivenheder og problemstillinger ud fra den sammenhæng/kontekst, de optræder i.

Under systemsynet kan virkeligheden opfattes som bestående af reelle systemer. Her er der tale om at anlægge en objektiv vinkel, hvor undersøgeren ser og oplever virkeligheden objektivt som bestående af systemer. Man kan dog også som forsker vælge at beskrive virkeligheden vha. systemer ud fra den betragtning, at det er praktisk og hensigtsmæssigt, da systemer har god forklaringsværdi. Her er systemerne skabt af undersøgeren til det formål at forklare den ofte meget komplekse virkelighed. Denne tilgang betegnes som pragmatisk<sup>4</sup>. I gruppen må vi konstateres at være pragmatikere af natur. Vi mener dog, at alt basalt set indgår i systemer, og at alt bliver påvirket og modtager påvirkninger fra andre dele. Men vi er af den opfattelse, at virkeligheden ikke altid kan afbilledes objektivt ved hjælp af systemer pga. kompleksiteten i denne virkelighed. Vi tror dog, at virkeligheden afbilledes bedst vha. systemer, - ergo er vi pragmatiske og benytter systemer til at forstå virkeligheden, selvom vi er bevidste om at virkeligheden ikke nødvendigvis, objektivt vurderet, ser ud som det system vi skaber til brug for vores analyse.

Systemsynets menneskesyn er overvejende, at mennesket indgår i mange systemer og betragtes også ud fra den eller de roller, det spiller heri. Mennesket bliver betragtet som en af mange komponenter indenfor systemet og kan objektiviseres således, at systemet kan forstås som en helhed med det enkelte menneske som et delelement<sup>5</sup>.

Der opereres endvidere under systemsyn med fire grundtyper af systemmodeller<sup>6</sup>. *Den mekaniske* hvor systemet er lukket, statisk og ofte beskrives som en maskine. I denne model er kun de interne komponenter og relationer relevante. I modsætning hertil er *den biologiske* systemmodel åben og dynamisk, hvor der tages hensyn til systemets relationer med omverdenen. *Den selvorganiserende* model fokuserer på idéen om den lærende organisation, hvor tilpasning og strukturel forandring er nøgleord. Den fjerde systemmodel er *den værdiladede*. Opbygningsmæssigt er den meget lig den selvorganiserende model, men her er det centrale, at organisationen har en personlighed - en overordnet kultur og et fælles sæt af kerneværdier, som man i organisationen tilegner sig og agerer ud fra. – De fire grundtyper kan ses som gradvise udbygninger af systembetragtningens kompleksitet, og vi er grundlæggende tilhængere af den værdiladede indgangsvinkel, fordi dette i vores øjne bedst afspejler virkeligheden.

---

<sup>4</sup> Arbnor & Bjerke (1997), s. 114

<sup>5</sup> Ibid., s. 115

<sup>6</sup> Ibid., s. 122-124

Vi har i vores tidligere projekter bl.a. erfaret, at kultur spiller en afgørende rolle, når handlinger og konflikter i en virksomhed skal beskrives og analyseres. Men i dette projekt vil vi afgrænse os fra at gå i dybden med kultur o.lign., og i stedet beskæftige os med det vi kalder de ”hårde” aspekter, som er de mere tekniske sider af organisationen – mere præcist teoretiske og tekniske overvejelser i forbindelse med salgsmodning og værdiansættelsen af små og mindre virksomheder. Derfor tager vi udgangspunkt i den biologiske systemmodel, hvor problemstillingen beskrives ud fra interaktionen mellem virksomhed og omverden. Denne synsvinkel mener vi afspejler virkeligheden i tilstrækkelig grad, modsat f.eks. den mekaniske systemmodel, hvor komponenterne betragtes som del af et isoleret og internt system, og hvor ændringer beskrives som automatiske og maskinelle sammenhænge.

Systemsynet spænder bredt og i gruppen hælder vi til aktørsiden, da vi finder ræson i nogle af de synspunkter aktørsynet fremfører. Det er primært det synspunkt, at mennesket handler med intentionalitet. Altså at mennesket betragtes som aktør, dvs. som et subjekt, der handler på baggrund af sin rettethed og sin forståelse af virkeligheden, hvilket er en opfattelse vi deler i gruppen. Efter vor opfattelse holder systemsynets betragtning af virkeligheden som fuldt ud objektiv heller ikke helt, da det enkelte menneske som sagt ser virkeligheden ud fra sin forståelse af denne. Det betyder f.eks. at vurdering af, hvad der er den rigtige pris for en virksomhed, vil være forskellig fra menneske til menneske. – Det betyder også at hvis f.eks. virksomhedsmægleren præsenterer et forkert estimat, som var det den fundamentale/intrinsic værdi af virksomheden, så vil dette værdiestimat i forskellig udstrækning blive en del af købers og sælgers bevidsthed/virkelighed, og de vil givet handle og forhandle derudfra. Alternativt kan køber eller sælger vælge at forkaste den præsentation af virkeligheden, som de bliver forelagt, såfremt den fremstår behæftet med stor usikkerhed eller såfremt den kolliderer med en opfattelse, der allerede er til stede i vedkommendes bevidsthed. Men at virkeligheden ikke kan konstateres objektivt betyder naturligvis også, at bevidst manipulation kan forekomme – og ofte betale sig.

Der kan endvidere under systemsyn arbejdes med undersøgelser med et på forhånd vedtaget mål og med undersøgelser, hvor selve undersøgelsen betragtes som en læringsproces<sup>7</sup>. Som det vil fremgå af projektets afgrænsning arbejder vi i projektet ud fra et mål, som bliver klarlagt i problemformuleringen - og vi ser processen som en konstant igangværende læringsproces, som gerne ved projektets afslutning skal resultere i en dybere forståelse af, hvad den gode salgsmodning og værdiansættelse indebærer.

---

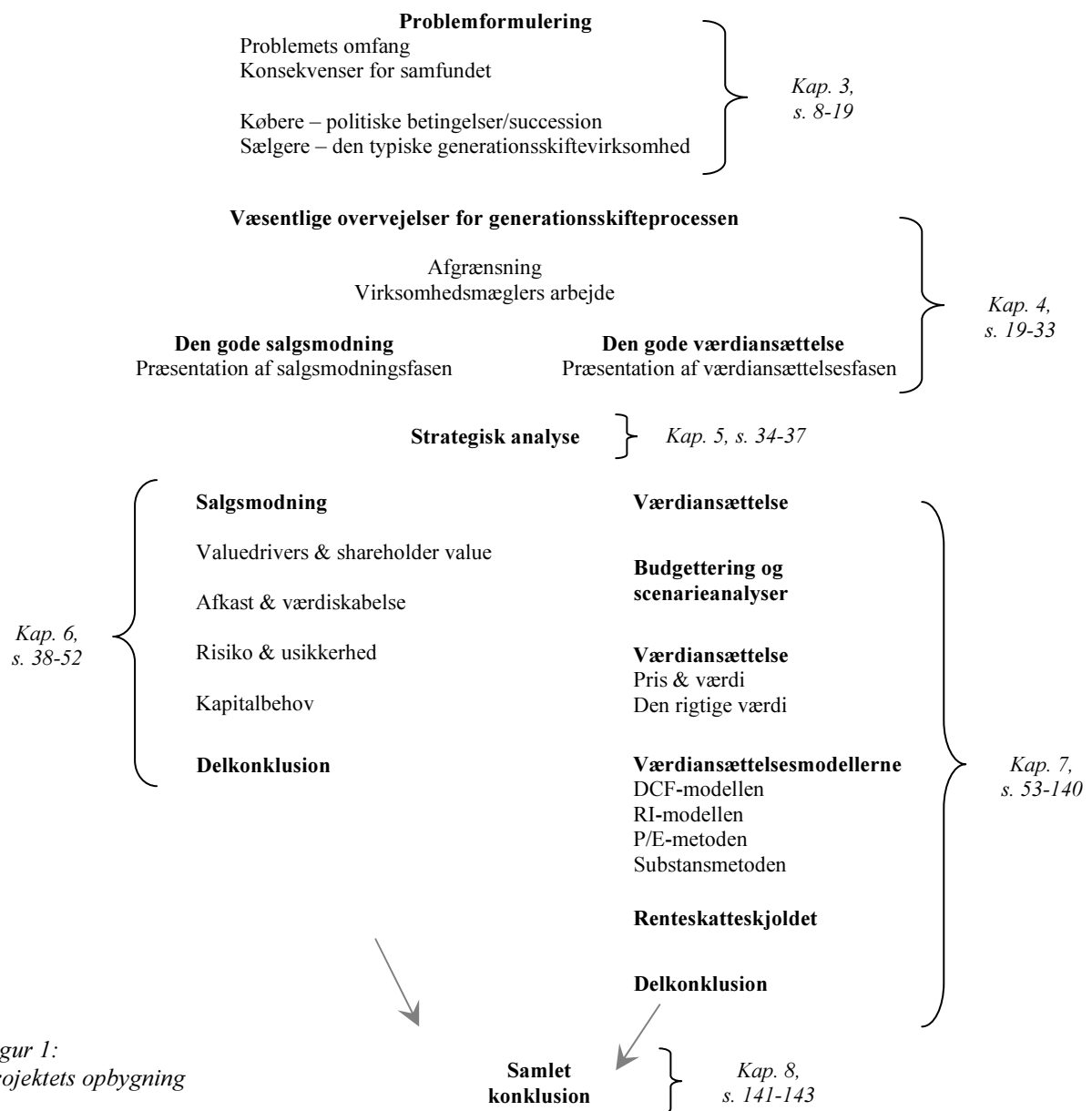
<sup>7</sup> Noter af Jens Thisted fra forelæsningsrækken i metode på 3. og 4. Semester på HA-uddannelsen, AAU.



## 2.2 Metodik og projektets opbygning

Igennem projektet vil vi forsøge at argumentere igennem inddragelse af teori, dvs. vores holdninger og opfattelser vil forsøges underbygget af teori og andre kilder. Vi vil gøre læseren opmærksom på, hvornår der tages aktiv stilling, og vil i så vid udstrækning som muligt også gøre det klart hvilken opfattelser og teoretiske holdninger vi vælger fra – og hvorfor. Vi vil forsøge at bevæge os på et relativt højt teoretisk abstraktionsniveau, og vil bl.a. derfor ikke inddrage konkrete eksempler. Dette undlades også i et forsøg på at øge gennemskueligheden og begrænse projektets omfang.

Strukturen i projektet vil være som vist i nedenstående figur.



Figur 1:  
Projektets opbygning

En indledende problemformuleringsfase tager udgangspunkt i makro-niveauet, og umiddelbart herefter følger en afgrænsning samt kort præsentation af de løsningsforslag vi vil undersøge i det videre projekt – henholdsvis virksomhedsmæglers arbejde med salgsmodning og værdiansættelse af den typiske generationsskiftevirksomhed.

Virksomhedsmægler er i det videre en fællesbetegnelse for fagmanden, det være sig en konsulent, revisor m.m. Det fælles udgangspunkt for dennes arbejde med de 2 valgte problemstillinger bør være den strategiske analyse, hvorefter de 2 problemstillinger/løsninger behandles i henholdsvis hovedkapitelerne 6 og 7.

### 3.0 Problemformulering

I projektgruppen blev vores interesse vakt, eller måske blev vi nærmere bekymret, da vi indså at et meget stort antal danske virksomheder står overfor et generationsskifte de kommende år. Et generationsskifte må betegnes som værende et kritisk punkt i enhver virksomheds historie, og som ordet antyder, markere punktet både begyndelsen og enden på en cyklus. Men for en hel del virksomheder synes det kommende generationsskifte dog kun at markere en afslutning, og det kan naturligvis have konsekvenser for det samfund vi lever i, idet arbejdspladser, skatteindtægter o. lign. i høj grad kan henføres til virksomhederne i samfundet. Derfor vil vi i det efterfølgende afsnit kort beskrive generationsskifteproblematikken på samfundsniveau.

#### 3.1 Generationsskifteproblematikkens omfang

Hvor mange virksomheder som står overfor et generationsskifte, er desværre umuligt at opgøre helt præcist. Vækstfonden anslår, at ca. 43.000 virksomheder skal generationsskiftes indenfor de næste 5 år<sup>8</sup>, mens Håndværksrådet og Generationsskifte-komiteen<sup>9</sup> i 1998 på baggrund af bl.a. analyser fra Danmarks Statistik og Greens analyseinstitut skønnede, at det totalt drejede sig om ca. 100.000 virksomheder indenfor 10 år.<sup>10</sup> En stor del af virksomhederne er enkeltmandsvirksomheder med relativt få ansatte, men det anslås at mellem 12-13.000 virksomheder med over 10 ansatte skal generationsskiftes indenfor næste årti.<sup>11</sup> Disse større virksomheder vil typisk være industri- eller engros/agenturvirksomheder organiseret i selskabsform<sup>12</sup>. Selvom det præcise antal er usikkert og blandt andet afhænger af, hvilke afgrænsninger og forudsætninger som lægges til grund for beregningerne – er det således indiskutabelt, at en betydelig del af dansk erhvervsliv står overfor et nært forestående generationsskifte.

Ligesom der er nogen usikkerhed omkring antallet af generationsskifte-modne virksomheder, er der usikkerhed om, hvor mange virksomheder som ikke overlever generationsskiftet, eller hvor mange som videreføres eller genskabes i en anden form end oprindeligt. Omfanget af generationsskifteproblemet kan derfor kun vurderes skønsmæssigt - også hvorvidt problemet er blevet mindre eller større<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> <http://www.ds-net.dk/informationsafdelingen/presse/detmener.asp>, Marts 2005

<sup>9</sup> Nedsat af regeringen i 1998

<sup>10</sup> Friis (1998) + Jyllandsposten, 28.12.2004. "Mange virksomheder er umulige at sælge"

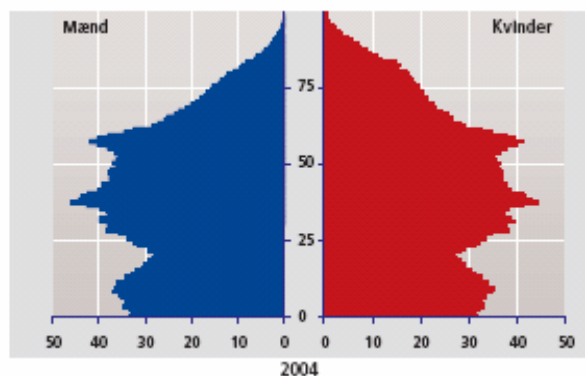
<sup>11</sup> Jyllandsposten, 28.12.2004. "Mange virksomheder er umulige at sælge"

<sup>12</sup> Skatteministeriet (1999) "Betænkning (nr. 1374) om generationsskifte i erhvervslivet" Bilag 2

<sup>13</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4

Af analysen fra Danmarks statistik fra 1998 fremgik det, at lige under halvdelen af generationsskiftevirksomhederne blev lukket snarere end videreført, og det vil i så fald frem til 2008 medføre et tab på knap 9000 arbejdspladser årligt, hvortil der skal lægges en hel del tabte arbejdspladser i forbindelse med videreførelse af virksomheder på lavere niveau.<sup>14</sup> Hvis man i stedet benyttede Greens-analysen kunne tallet for truede arbejdspladser se ud til at være mere end dobbelt så stort, såfremt det antages at halvdelen af alle familieejede virksomheder må lukke snarere end at blive videreført. Greens-analysens tal, for hvor mange virksomheder som står overfor et generationsskifte, er nemlig betydeligt større, bl.a. fordi flere typer af generationsskiftemodeller er med i denne, f.eks. glidende generationsskifte<sup>15</sup>. - Hvor stort tabet af arbejdspladser reelt har været fra 1999 og frem i dag er umuligt at bedømme, ligesom det er umuligt at sige hvorvidt tabet af arbejdspladser de næste 10 år vil være mindre eller større - der findes desværre ikke tilstrækkelig statistik til at komme med en sådan bedømmelse

Det der overordnet set taler for, at fremtiden byder på større vanskeligheder for generationsskiftevirksomheder, end tilfældet var for virksomhederne i 90'erne og 80'erne, er ikke antallet af forestående generationsskifter – men det uheldige samspil mellem store årgange og de senere meget små årgange<sup>16</sup>. Stillet på spidsen kan man sige, at det egentlige problem er de store årganges livsværk (deres virksomheder) skal sælges og videreføres af de meget mindre årgange.



Figur 2: Demografisk udvikling i Danmark.<sup>17</sup>

Der er således i fremtiden et stort antal sælgere og få aftagere. Der synes blandt andet derfor også at være bred enighed blandt virksomhedsmæglere, forskellige råd og komiteer etc. om, at også i fremtiden vil en meget stor del af de virksomheder som står overfor et kommende generationsskifte lukke. Analysen fra DS viste, at i 1998 måtte tæt på halvdelen dreje nøglen om, når det for de daværende ejere blev tid til at gå på pension.<sup>18</sup> Og bedste bud på fremtidens udfordringer synes

---

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4

<sup>17</sup> Befolkningsstatistik fra Danmarks Statistik

<sup>18</sup> Ibid.

stadig at være, at omkring halvdelen må lukke - snarere end at blive videreført af den yngre generation<sup>19</sup>.

Men hvor det er uklart, hvor mange virksomheder der skal generationsskiftes de kommende år, og hvor mange af disse som må lukke – så er det gengæld sikkert, at generationsskifteproblematikken varierer fra branche til branche. Bedømt ud fra aldersfordelingen af ejerne og ud fra gabet mellem antal købere/iværksættere og sælgere, ses problemet tydeligt at være størst indenfor industrien, bygge- og anlæg, engroshandel og i lidt mindre grad for transportbranchen. Det er typisk ikke disse brancher, hvor unge mennesker med den eftersøgte iværksætterlyst vælger at købe eller starte virksomhed, og det er et oplagt problem da disse brancher har en høj andel af pensionsmodne ejerledere.<sup>20</sup> Jern- og metalindustrien nævnes endvidere specifikt af en virksomhedsmægler som den sværeste branche at sælge virksomheder i<sup>21</sup> - ligesom der synes at være særlige problemer med VVS-branchen.<sup>22</sup>

### 3.2 Samfundsmæssige konsekvenser

Fra 2001 til 2002 faldt den samlede beskæftigelse i Danmark med 30.000, og deraf kan 21.500 tabte arbejdspladser henføres til jern- og metal, bygge- og anlæg, engroshandel og transportvirksomhederne<sup>23</sup>. Det synes således nærliggende at konkludere, at generationsskifteproblematikken har haft en negativ indvirkning på beskæftigelsen - men det skal hertil siges, at faldet i beskæftigelsen med stor sandsynlighed også er et resultat af mere generelle konjunkturproblemer for brancherne.

Udover fald i beskæftigelsen og deraf flere på overførelsesindkomster vil problemerne med at gennemføre et fornuftigt generationsskifte også betyde højere pensionsudgifter, idet langt de fleste ejere har en forventning om, at deres virksomhed vil blive solgt.<sup>24</sup> Derfor er det kun ca. halvdelen som har sparet op på en kapital- og ratepension, fordi de forventer, at virksomhedens salgspris skal finansiere deres alderdom. Dette vil med stor sandsynlighed efterlade en betydelig gruppe af tidligere virksomhedsejere uden tilstrækkelige pensionsmidler, når det viser sig at deres

---

<sup>19</sup> Jyllandsposten, 28.12.2004. "Mange virksomheder er umulige at sælge"

<sup>20</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4

<sup>21</sup> Jyllandsposten, 28.12.2004. "Mange virksomheder er umulige at sælge" + Skatteministeriet (1999), kap. 4

<sup>22</sup> Baseret på egen survey af virksomheder annonceret til salg på [www.match-online.dk](http://www.match-online.dk), hvor VVS-virksomheder synes betydeligt overrepræsenteret + "Generationsskifteproblemer i små og mellemstore VVS-virksomheder" Pressemeldelse fra Håndværksrådet, 3/10-2002

<sup>23</sup> Danmarks Statistik, "Generel Erhvervsstatistik - 2002"

<sup>24</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4

virksomheden ikke kan sælges eller kun indbringer et mindre beløb.<sup>25</sup> Dette er såvel en øget samfundsbyrde, som et problem for den enkelte ejer.

Men hvorvidt de mange lukninger overordnet er et problem eller ej på samfundsniveau - er der ikke enighed om. F.eks. synes generationsskiftekomiteen nedsat af regeringen på de fleste punkter at være splittet af 2 forskellige synsvinkler, og komiteen nåede derfor heller aldrig til enighed om anbefalinger og lign.

Af en del af komiteens medlemmer blev det hævdet, at der ikke var noget problem, idet rentable virksomheder med sikkerhed ville blive solgt eller videreført pga. at der hersker et næsten perfekt marked i Danmark. Et fornuftigt argument fra denne gruppe i generationsskiftekomiteen er, at de urentable virksomheder formodentligt primært findes i visse brancher, som der ikke længere er brug for eller som ikke længere er tilstrækkeligt konkurrencedygtige ifht. udlandet. De mange forudsigelige lukninger er således udtryk for en naturlig markedstilpasning, som det vil være omkostningsfuldt for samfundet at forsøge at gå imod. Urentable virksomheder vil naturligt nok skulle lukke, og det vil samfundsøkonomisk være en gevinst for Danmark.

Denne gruppe i komiteen ser ingen uhensigtsmæssigheder eller betydelige markedsimperfektioner, som bør forsøges afhjulpet vha. statslige indgreb eller tilskud. At det er de store årgange som skal på pension og de små årgange der skal overtage, opfattes ikke som noget problem. Der føres ikke bevis for påstanden om, at det kun er urentable virksomheder som må lukke efter et forfejlet generationsskifte, ligesom der heller ikke føres bevis for påstanden om, at det vil være en gevinst for Danmark, hvis de 40-50.000 mindst rentable virksomheder lukkes i stedet for at videreføres. I stedet støtter de sig til klassisk liberal økonomisk teori, hvor et frit og perfekt marked med rationelle og 100 % profitmaksimerende aktører fordeler kapital mest effektivt og sikrer størst muligt afkast. Samfundsomkostninger såsom langvarig arbejdsløshed, større pensionsudgifter, tab af skatteindtægter ignoreres (eller inddrages i hvert fald ikke) da det antages, at de frie markedskræfter altid sikrer det optimale resultat for det enkelte samfund<sup>26</sup>. Ikke blot kapital men også øvrige ressourcer; aktiver, viden og arbejdskraft etc., synes at finde mere profitabel beskæftigelse i systemet. – Omkostninger forbundet med at disse ressourcer ikke finder anvendelse er irrelevante og andre endnu mere u håndgribelige omkostninger, såsom f.eks. de menneskelige, er heller ikke inddraget i overvejelserne.

---

<sup>25</sup> ”Generationsskiftet kommer til alle”, pressemeddelelse fra Håndværksrådet, d. 19/2-2002

<sup>26</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 2.3.2

Denne synsvinkel er på linie med *shareholder value tankegangen på samfundsniveau*, som den er fremlagt af Rappaport og andre<sup>27</sup> og det synes tydeligt at den pågældende gruppe i generationsskifte-komiteen deler samme teoretiske grundholdning – og i øvrigt har benyttet *shareholder value* argumenter omkring rentabilitet og urentabilitet og samfundskonsekvenser af generationsskifteproblematikken<sup>28</sup>.

Men *shareholder value* teoriens tanker om rentabilitet og urentabilitet overført på samfundsniveau, er efter vores mening farlig, medmindre man samtidig husker på, at de bagvedliggende forudsætninger er perfekte markeder og ligevægt - hvilket i vores øjne er en kraftig forsimpning af virkeligheden. Det burde for det første overvejes, hvorvidt en del af de virksomheder som måske ikke er rentable i dag, kunne blive det i morgen – selv i en branche som er trængt af f.eks. konkurrence fra udlandet. Dvs. rentabilitets-argumentet burde bygge på det lange sigt, i stedet for på øjebliksbilledet. Kunne man med ny ledelse, ny teknologi, ny kapitalstruktur eller anderledes beskatning forestille sig at urentable virksomheder blev gjort profitable? Eller kunne man tænke sig at konkurrenceforholdene ændrede sig? – Sidstnævnte er nærmest forudsigeligt.

Generationsskifteproblematikken bliver f.eks. håndteret forskelligt af landene i Europa, og det ses overordnet at de fleste lande, ikke har truffet mere vidtgående foranstaltninger end Danmark.<sup>29</sup> Enkelte lande har dog truffet betydeligt mere vidtgående foranstaltninger – som f.eks. tilgodeser små generationsskiftevirksomheders overdragelser til 3.mand<sup>30</sup>. Hvis f.eks. disse få landes jern- og metal virksomheder overlever, mens antallet af danske og øvrige landes jern- og metal virksomheder decimeres pga. generationsskifteproblematikken, så tilsiger almen økonomisk logik at disse overlevende virksomheder får betydeligt bedre konkurrencevilkår. Hvis lønningerne i Østeuropa i mellemtiden er steget, så tilsiger økonomisk teori ligeledes, at konkurrencevilkårene har ændret sig. Nu skal opgaven her ikke handle om ”hvis og hvis”, men ovenstående var blot en illustration af, at økonomisk teori der bygger på forudsætninger om perfekte markeder, ligevægt og profitmaksimerende aktører – i bund og grund kun kan/bør benyttes, hvis forudsætningerne antages at være opfyldte. Og det mener vi ikke er ikke tilfældet i virkelighedens verden, når visse lande støtter deres virksomheder mere end andre, og idet konkurrence og efterspørgsel bliver midlertidigt forrykket i ny og næ.

---

<sup>27</sup> Rappaport (1998), kap. 1 + Young & O’Byrne (2000) kap. 1 + Copeland m.fl. (2000), kap. 1

<sup>28</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 2.3.2 + kap. 3

<sup>29</sup> Her tænkes særligt på successionsadgang mht. familie etc.

<sup>30</sup> Skatteministeriet (1999), Bilag 6, oversigt 3 og 5.

I øvrigt skal det nævnes, at Rappaports og andres bevisførelse for at det er en god idé for samfundet at lade sig lede af shareholdervalue tankegangen i spørgsmål om, hvorvidt virksomheder bør lukke eller forsøges videreføres - er stærkt kritisabel. Den beror på en sammenligning af USA og Europa, hvor det antages som givet, at USA i højere grad lader sig lede af shareholdervalue-tankegangen, og da BNP pr. indbygger i USA er større end tilsvarende lande i Europa – så konkluderes det, at shareholdervalue tankegangen er gavnlig på samfundsniveau.<sup>31</sup> Denne påstand er der stor debat omkring, hvilket vi dog ikke vil gå mere i dybden med her.<sup>32</sup>

Vi mener ikke, at der i komiteen burde være brugt shareholdervalue argumenter, såsom at virksomhederne ikke tjener EVA (eller mere præcist ikke leverer positivt nettoafkast, der defineres som indtjening efter udbetaling af højst mulige alternative løn til ejer og efter fradrag af markedsmæssige forrentning af den bundne kapital<sup>33</sup>) – til at begrunde, at det er samfundsøkonomisk urentabelt, hvis virksomhederne videreføres i stedet for at nedlægges. Fordi, for det første er det usikkert (og måske endda usandsynligt) at alle 50.000 (nye) virksomhedsledere ville kunne opnå tilsvarende lønninger andetsteds, for det andet bortses der fuldstændigt fra forudsigelige omkostninger til arbejdsløse medarbejdere, manglende skatteindtægter, og multiplikatoreffekten af at 50.000 virksomheder holder op med at betale løn og efterspørge varer. Det er faktisk fuldt ud tænkeligt, at eksistensen af disse virksomheder er en del af årsagen til, at andre virksomheder tjener EVA.

Hård konkurrence (lav rentabilitet/negativ EVA) i visse brancher, mener vi altså ikke nødvendigvis er et samfundsmæssigt tab, såfremt andre virksomheder nyder godt heraf – og denne vekselvirkning er grundlaget for, at disse andre virksomheder til gengæld skaber EVA i deres virksomhed - og deres branche. Værdiskabelsen skal altså ses i sammenhæng med den værdikæde virksomhederne indgår i - og værdiskabelsen (EVA) for den enkelte virksomhed er blot et resultat af en markedsmæssig fordeling af værdikædens samlede værdiskabelse<sup>34</sup>. Samfundsøkonomisk er f.eks. en engrosvirksomhed med lav rentabilitet/negativ EVA således ikke en byrde, i modsætning til øget arbejdsløshed og større pensionsudgifter etc., som med sikkerhed kan siges at udgøre en samfundsøkonomisk byrde. Derudover er EVA snarere undtagelsen end reglen, og det vil sige at langt de fleste virksomheder ikke tjener EVA år efter år<sup>35</sup>. Det er måske muligt i en korterevarende

---

<sup>31</sup> Rappaport (1998), kap. 1 + Young & O'Byrne (2000) kap. 1 + Copeland m.fl. (2000), kap. 1

<sup>32</sup> [http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Business\\_Social\\_Responsibility\\_2004.ppt](http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Business_Social_Responsibility_2004.ppt), d. 12/4-2005

<sup>33</sup> Positivt nettoafkast er et mål for værdiskabelsen i selskabet ligesom EVA. I Shareholder Value litteraturen benyttes adskillige substituerende betegnelser og mål for værdiskabelse, bl.a. residual indkomst, economic profit, EVA og SVA.

<sup>34</sup> Crowther (2002), kap. 1

<sup>35</sup> FSR (2002), s. 19



sammenhængende årrække, eller måske er EVA-indtjening sporadisk. Det afhænger naturligvis af den konkrete virksomhed, men alle bør dog kunne blive enige om, at EVA ikke kan være en evigtvarende ligevægtssituation.

Og er det altid rentabelt at lukke en virksomhed når den ikke længere producerer EVA? Det mener vi ikke nødvendigvis, da værdien af virksomheden og dermed en del af tidligere tiders EVA jo kun kan blive frigjort vha. de næste mange års frie cash flows fra fortsat drift - eller ved at sælge virksomheden. Men når ejeren skal pensioneres, så kan han/hun jo ikke selv fortsætte driften og høste cash flow af den opsparede værdi - og det bliver således helt nødvendigt, at der findes en køber til virksomheden, såfremt tidligere tiders værdiskabelse skal kunne frigøres til forbrug og investeringer m.m. til gavn for samfundet. Positiv værdiskabelse kan altså i vores øjne ikke umiddelbart bruges som et præcist kriterium for, hvorvidt det er samfundsøkonomisk rentabelt at virksomheden bliver videreført.<sup>36</sup> - Endvidere er det selvfølgelig, som før nævnt, muligt at forholdene ændrer sig, enten internt i virksomheden eller i omverdenen, som gør det muligt for virksomheden endnu engang at tjene EVA.

Den anden af de 2 synsvinkler der dominerede den af regeringen nedsatte komite, gik kort fortalt ud på, at det var en vigtig samfundsopgave at sikre gennemførelse af det størst mulige antal generationsskifte. Det antages af denne gruppe som givet, at det er nemmere og mere rentabelt at tilpasse eksisterende virksomheder til ændrede markedsforhold og nye udfordringer, end det er at starte helt nye virksomheder op fra bunden af. Hvis samfundet igennem forskellige incitament forbedrer den videreførte virksomheds chance for overlevelse og rentabilitet og derigennem sikre, at en større procentdel af virksomhederne overlever generationsskiftet, vil det forstærke samfundsøkonomien, beskæftigelsen og iværksætterkulturen. Endvidere bør man ved forskellige incitament sikre, at det bliver attraktivt at overdrage ledelse af virksomheden til den nye generation, inden den ældre ledelse når en alt for høj alder. Analyser fra DS viser nemlig, at en virksomhed typisk vil holde op med at vokse når ejeren når en vis alder (for langt de fleste brancher et sted mellem 50-59 år)<sup>37</sup>. Ejerens alder synes således at indvirke på om virksomheden oplever fremgang, hvilket indikerer, at en yngre ledelse ville kunne vende en negativ udvikling.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Medmindre likvidationsprovenuet er lig med going-concern værdiansættelsen – hvilket vi antage sjældent forekommer. Der findes, så vidt vi ved, ingen undersøgelser, hvor likvidationsprovenuet sammenlignes med tilsvarende handelsværdier.

<sup>37</sup> Skatteministeriet (1999), bilag 2.

<sup>38</sup> Man bør dog i vores øjne tage højde for, at ejerens alder kan afspejle produkters og branchers naturlige livscyklus.

Vi er enige i de ovenstående pragmatiske argumenter, og vi mener, at hvis 40-50.000 virksomheder må lukke indenfor det næste årti, så kan det medføre store (*og uforudsigelige*) samfundsmæssige problemstillinger, da det ikke ligger ligefor at nye virksomheder vil starte op med samme omfang. Det er givet, at det typisk vil gå hårdest ud over de mindre virksomheder, der som nævnt i indledningen er vores fokus, da et succesfuldt generationsskifte kræver ressourcer, ledelsesmæssig kompetence samt måske vigtigst af alt planlægning i god tid. Alle variable som det må formodes må være højere repræsenteret i de større virksomheder.

At virksomheder som ville kunne generationsskiftes, modsat lukker ned, vil alt andet lige betyde et fald i beskæftigelsen. Desuden er det muligt, at en del af de virksomheder der overlever generationsskiftet må gear ned, pga. problemer i forbindelse med overdragelsen til den ny ejer. Hvilket også vil gå ud over beskæftigelsen<sup>39</sup>. Endvidere er tabet af de små virksomheder særligt uheldigt, idet analyser viser, at det typisk er i disse at der skabes vækst og nye arbejdspladser.

Og hvis små og mindre virksomheder i visse brancher kommer til at lide så ekstraordinært hårdt under generationsskifteproblematikken som det frygtes, kan det betyde at vi får en betydeligt mere ensidet erhvervsstruktur, som måske ikke i samme grad vil kunne generere et værdiskabende samspil mellem virksomheder i værdikæden. Samspil og variation styrker det innovative aspekt og holder virksomhedernes fokus på konkurrencedygtigheden. Det vil også betyde, at de helt grundlæggende og meget fleksible støtteenheder til større virksomheder vil blive minimeret i antal – og således alt andet lige også bidrager til en mindre konkurrencedygtighed – også hos de større virksomheder<sup>40</sup>. - I det efterfølgende afsnit vil vi kort se på de mulige købere til den typiske generationsskiftevirksomhed.

### **3.3 Køberne til den typiske generationsskiftevirksomhed**

Som beskrevet i afsnit 3.1 og illustreret i figur 2, så er det betydelige fald i antallet af mulige yngre købere en væsentlig del af generationsskifteproblematikken. Det må umiddelbart formodes at mange generationsskiftevirksomheder skal finde en privatperson som køber, og denne opgave vil de kommende år uden tvivl blive sværere og sværere.

---

<sup>39</sup> Kjærgaard (1998) + Skatteministeriet (1999), kap. 4.

<sup>40</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4.

Når ejeren alene eller sammen med virksomhedsmægleren, begynder at se sig om efter aftagere af virksomheden, så vil de mulige købere typisk blive inddelt i 3 kategorier; *den nære familie, ledende medarbejder eller 3. mand*. Disse kategorier af købere er fra politisk side givet forskellige betingelser i forbindelse med en eventuel overtagelse, idet der ved salg til den nære familie eller ledende medarbejdere er mulighed for skattemæssig succession fra overdrager til erhverver. Vi vil ikke gå i dybden med disse successionsmuligheder, men da vi vurderer at overvejelser omkring succession er relevante for rigtig mange generationsskiftevirksomheder, beskriver vi i Bilag A, betydningen af og reglerne om succession.

I det videre projekt vil vi behandle og beskrive køberen, som værende tredje mand, dvs. en af sælgeren uafhængig person eller selskab. I forhold til en konkret køber skal der foretages individuelle overvejelser, som vi ikke mener meningsfyldt kan beskrives uden helt konkrete eksempler. Sådanne køber-specifikke overvejelser vil derfor ikke indgå i dette projekt pga. vores valgte abstraktionsniveau. Men som det beskrives i efterfølgende afsnit påregner størstedelen af generationsskiftevirksomhederne, at deres køber skal findes indenfor kategorien tredjemand – og vores videre overvejelser er endvidere relevante uanset hvilken kategori, køber måtte befinde sig i.

### **3.4 Den typiske generationsskiftevirksomhed**

Vi vil i dette afsnit kigge på, hvad der kendetegner de virksomheder, som står overfor et snarligt generationsskifte. Vi kan ikke undgå at generalisere, men ønsker at læseren skal få et overblik over de ærketyper af virksomheder, som står overfor et snarligt generationsskifte. Vi har i afsnittet vedrørende de samfundsmæssige konsekvenser redegjort for antallet af virksomheder det drejer sig om, samt endvidere hvilke brancher og fagområder som særligt er ramt af generationsskifte-bølgen. I dette afsnit ønsker vi at kigge på den måde virksomhederne typisk er opbygget – organisationsform, ledelse, fremtidsudsiger, profil etc.

At man overhovedet kan tale om generationsskifte gør på sin vis, at der må være tale om en ejerledet virksomhed. Ellers ville det bare være tale om simpel udskiftning af ledelse eller direktion. De ejerledede virksomheder er karakteriseret ved, at ledelse og ejerskab er varetaget af den samme personkreds og sammenfaldet mellem ledelse og ejerskab gør det nødvendigt, at der i god tid tages hånd om et generationsskifte. En virksomhed kan leve med, at ejerskabet helt eller delvist generationsskiftes igennem arv eller salg - hvis den daglige ledelse er upåvirket. Det vil ikke

tilfældet for de mindre ejerledede virksomheder og derfor er chancen for overlevelse alt andet lige mindre for disse virksomheder.<sup>41</sup>

Ejerledede virksomheder har typisk eksisteret i en lang årrække, når ejerne nærmer sig pensionsalderen, og derfor er de fleste entiteter modne virksomheder, hvor det typisk er mere reglen end undtagelsen, at meget af virksomhedens knowhow findes i ejerens hoved. Ejeren har typisk lagt meget tid i driften af virksomheden og engageret sig i det daglige arbejde, hvor han/hun enten alene eller som den ledende figur har stået for kundekontakt og opsøgende salgsarbejde. Forretningsgange er ofte ikke dokumenteret eller formaliseret og kundekartoteket kan typisk være ufuldstændigt nedskrevet, ligesom kunderelationer delvist kan være baseret på ejerens personlige relationer.<sup>42</sup> Alt sammen noget, som alt andet lige medfører en vanskelig og risikofyldt start for køber. Og det er ganske givet, at en brat afgang fra tidligere ejer ofte vil resultere i en midlertidig omsætningsnedgang.

Ejerledede virksomheder, som har haft samme ejer i mange år, indeholder ofte en del aktivitet eller aktivmasse, som basalt set ikke har meget at gøre med virksomhedens primære drift og kernekompetencer. Det kan f.eks. have karakter af ejerens hobby-aktiviteter, som vedkommende har inkorporeret i virksomheden, eller alternativt en forretningsmæssig afstikker som aldrig rigtig har udviklet sig. Disse ting kendetegnes ved, at det ofte ikke er noget som en ny ejer vil have interesse i indgår i virksomheden efter overtagelse.<sup>43</sup> Endvidere kan det ejerledede aktie- eller anpartselskabselskab kendetegnes ved, at bestyrelsen ofte har karakter af at være en ”tantebestyrelse”, som kun eksisterer fordi aktieselskabsloven kræver det. Bestyrelsen vil ikke fungere som kontrolfunktion og ansætte/afskedige direktionen som i andre ikke-ejerledede selskaber, men her vil ejerlederen, qua sit dominerende eller fuldstændige økonomiske engagement, selv udgøre den øverste ledelse.<sup>44</sup>

En analyse foretaget af Dansk Handel & Service viser endvidere, at kun 25 % af de 40.000-50.000 mindre handels- og servicevirksomheder, der skal generationsskiftes i løbet af de næste 10 år, er begyndt at forberede sig på ejerskiftet.<sup>45</sup> Videre har undersøgelser vist, at kun ca. 45% af virksomhedsejerne kender værdien af deres virksomhed, samt at kun 4-5% mener, at deres virksomhed pt. er trimmet til et salg.<sup>46</sup> Endvidere viser en undersøgelse foretaget af PWC i maj

---

<sup>41</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4.

<sup>42</sup> FRR (2004)

<sup>43</sup> DI-aktuelt (2003) + BDO (2004)

<sup>44</sup> Gomard (2002), s. 19-22.

<sup>45</sup> KPMG (2003), s. 5-7.

<sup>46</sup> <http://www.advizer.dk/pdf/advizing/advizing5.pdf>, d. 1/7-2005

2004, at i de *fremstillingsvirksomheder*, hvor ejeren er **under** 60 år, har over 60% virksomhederne ikke lavet en plan for det uundgåelige generationsskifte. Andelen med ingen planer falder dog når alderen til tres passeres, men da kan det ofte være tilfældet, at man er for sent ude.<sup>47</sup> Vi har bemærket, at tallene svinger betragteligt fra undersøgelse til undersøgelse, men det synes at være en tydelig trend gående på, at den typiske generationsskiftevirksomhed ikke i tide har tænkt på, at virksomheden på et tidspunkt skal skifte ejer.

Undersøgelser har endvidere vist, at kun ca. 20-25 % af ejerne ser en familieovertagelse som realistisk, mens kun 20-25% ligeledes vurderer det som sandsynligt, at virksomheden kan overtages af en ledende medarbejder. Dette betyder nødvendigvis, at sigtet i over halvdelen af tilfældene er at få en ny ejer udefra, medmindre ejeren ønsker at lukke driften ned.<sup>48</sup> Det kan her af udledes, at op mod 50-60% af virksomhederne således må antages at skulle sælges til folk udenfor familien eller den nærmeste personkreds omkring virksomheden, dvs. 3.mand, og derfor må salgsprisen antages forhandlet og fastlagt udfra modstridende interesser

Det er tydeligt at en del af de ejere, som har indset at deres virksomhed på snarligt tidspunkt skal generationsskiftes, har omdannet virksomheden til et selskab i en holding-struktur, eller påregner en sådan omdannelse/omstrukturering indenfor en kortere tidshorisont. Virksomhedsejeren vil typisk blive eneaktionær i holdingselskabet, som er eneaktionær i driftsselskabet. En struktur som kan have mange motiver, men som primært er til for at udskyde skatten til senere, som gøres ved at kanalisere udbytte fra driftsselskabet skattefrit op i holdingselskabet, hvor tidspunktet for beskatningen således kan bestemmes selv. Midlerne beskattes først, når de udloddes fra holdingselskabet til dets aktionærer. Denne måde gør det endvidere muligt, at man løbende kan regulere egenkapitalen og dermed sit engagement i driftsselskabet ved at udlodde udbytte skattefrit op af i systemet. Et andet udbredt motiv til denne konstruktion er, at man efter frasalg af driftsselskabet kan benytte holdingselskabet til andre formål, herunder investering.<sup>49</sup> Derudover skal man ikke forglemme alle de almindelige fordele ved selskabskonstruktion, herunder ejerens begrænsede hæftelse i form at den indskudte selskabskapital mv.<sup>50</sup> I det videre projekt tager vi overordnet udgangspunkt i, at den typiske generationsskiftevirksomhed er, eller vil blive omdannet til et selskab.

---

<sup>47</sup> PWC (2004 B)

<sup>48</sup> <http://www.advizer.dk/pdf/advizing/advizing5.pdf>, d. 1/7-2005

<sup>49</sup> CESFO (1999/2) + Wivel (2004) s. 39-41. + Gomard m.fl. (2002), s. 10-11 + <http://www.startogvaekst.dk/sw3185.asp>, d. 7/7-2005

<sup>50</sup> Gomard m.fl. (2002), s. 10-11.

Udfra ovenstående argumenter i afsnit 3.1, 3.2, 3.3 og 3.4, mener vi at kunne konkludere at et generationsskifte bestemt ikke ukompliceret og der er derfor risiko for at en del virksomheder må lukke, som resultat af et fejlslagent generationsskifte – på trods af at der eksisterer, eller kan skabes, et forretningsmæssigt grundlag for deres videreførelse.

Vores problem er således:

- **at sikre, eller skabe rammer for, at flest mulige ejerledede virksomheder overlever generationsskiftet**

I det efterfølgende vil vi afgrænse os og præsentere de løsningsforslag vi vælger at fokusere på i det videre projekt.

#### 4.0 Væsentlige overvejelser for generationsskifteprocessen

Som beskrevet i de ovenstående afsnit, har ejerlederen god grund til at tage generationsskifteudfordringen seriøst. Det synes nemlig ikke at være så ligetil at finde en køber. Ejerlederen bør i god tid påbegynde de nødvendige overvejelser for at sikre tilstrækkelige midler til alderdommen - og for at sikre at virksomheden får den fremtid, som han/hun gerne ser den får. Der er derfor også stor enighed blandt konsulenter og fagfolk om, at den optimale proces starter adskillige år før den forventede overdragelse af virksomheden.<sup>51</sup> Både de ”bløde” og de ”hårde” sider af et generationsskifte kræver nemlig tid og arbejde før, under, og til dels også efter selve overdragelsen. En opdeling i ”bløde” og ”hårde” udfordringer igennem generationsskifteprocessen synes at være almindelig praksis, selvom forskellige fagkilder ikke tillægger kategorierne helt samme indhold<sup>52</sup>. Vi vil definere de ”hårde udfordringer”, som de tekniske overvejelser der skal knyttes til finansiering/likviditet, skat, jura – salgsmodning og værdiansættelse. Mens de ”bløde” udfordringer er de overvejelser der skal tage udgangspunkt i mennesker, ejeren og organisationen, i forbindelse med ejerskiftet. – I dette afsnit vil vi se på begge typer udfordrings plads og betydning for en god generationsskifteproces.

Generationsskifteprocessen mener vi mest hensigtsmæssigt beskrives udfra tre faser, henholdsvis en overvejelser-, en salgsmodnings-, og en værdiansættelsesfase<sup>53</sup>. Og der bør i vores øjne gøres både ”bløde” og ”hårde” overvejelser i alle tre faser. Første fase er en overvejelserfase, hvor udgangspunktet er ejerlederens indstilling til at gå på pension. Såfremt han/hun ønsker at overdrage virksomheden til ny ejer, så skal der gøres en hel del personlige overvejelser, hvor bl.a. ejerens familieforhold, ønsker og behov i fremtiden bliver taget under overvejelse. Af hårde overvejelser skal der foretages en analyse af virksomhedens forretningsgrundlag. Hvis virksomheden er i økonomisk krise pga. manglende indtjening og fremtidsmuligheder, så er der næppe andet valg end at lukke ned og realisere aktiverne. Ligeledes skal det overvejes om, virksomheden i det hele taget kan overdrages til en ny ejer, eller om den gamle ejer udgør hele virksomhedens indtjeningsgrundlag. - Hvis det på forhånd kan forudsiges at virksomheden under ingen omstændigheder vil kunne sælges, er der selvsagt ingen grund til at fortsætte med generationsskifteovervejelserne.

Nedenstående figur er en afbildning af hvilke overvejelser der bør gøres og hvornår – i et optimalt generationsskifteforløb. Det afbillede forløb er vores tilpasning og sammensmeltning af et antal

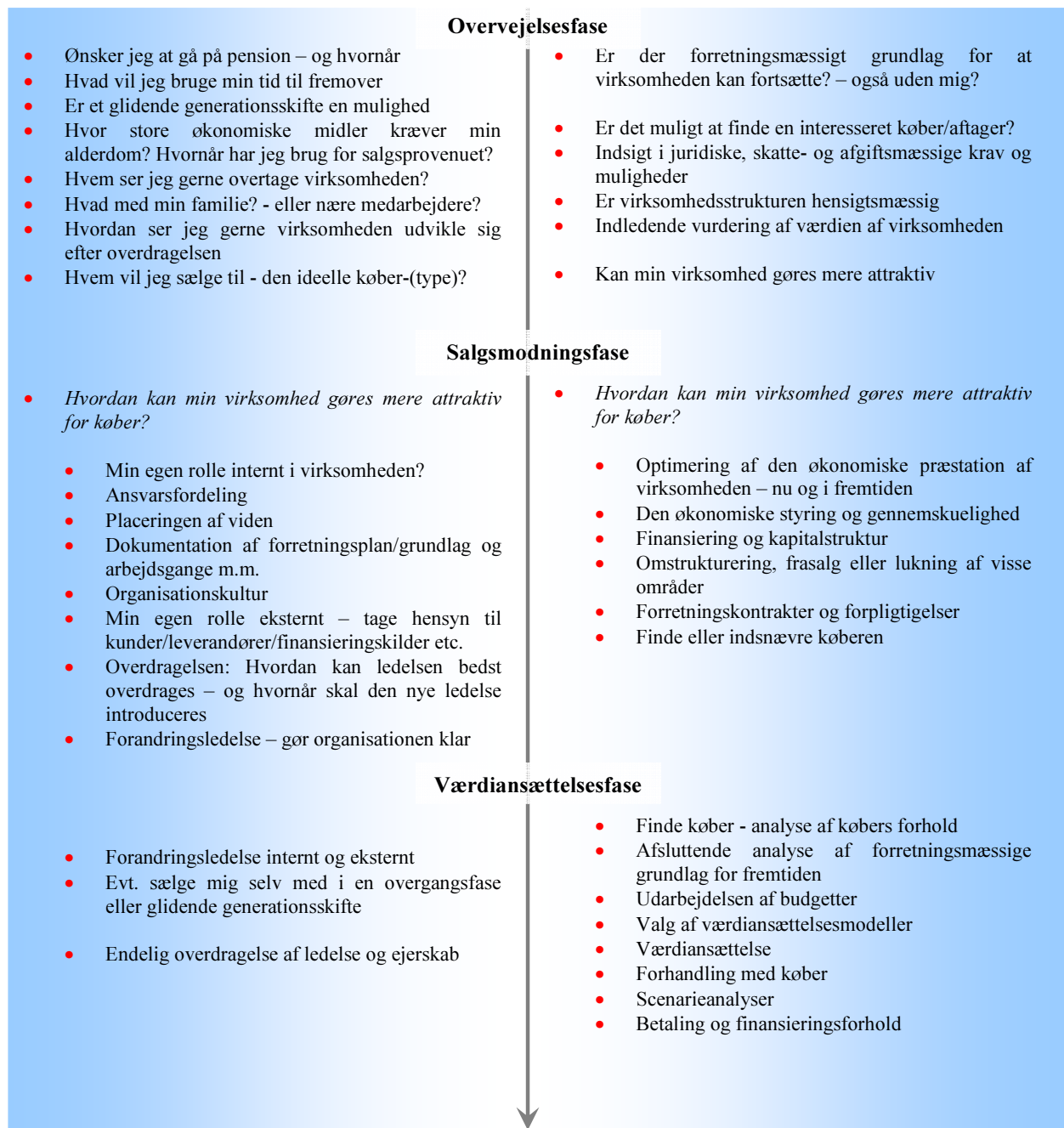
---

<sup>51</sup> DI-aktuelt (2003), s. 7-11 + BDO (2004) + FRR (2004)

<sup>52</sup> CESFO (1999/2) + Deloitte (2005)

<sup>53</sup> BDO (2004)

relevante fagkilders anbefalinger.<sup>54</sup> Figuren bør ikke ses som en fuldstændig kogeboek, men mere et redskab til overbliksskabelse og inspiration.



Figur 3: Væsentlige overvejselser i generationsskifteprocessen

Hvis ejeren ønsker at gå på pension og det vurderes at der er et rimeligt forretningsgrundlag for virksomheden, så er det naturligt at glide over i en salgsmodningsfase. Formålet med

<sup>54</sup> CESFO (1999/2), Deloitte (2005), KPMG (2003), BDO (2004), PWC (2004 A). Det bør for god ordens skyld nævnes at CESFO-arbejdsrapporten ser ud til at have været inspirationskilde for visse af de øvrige kilder, f.eks. KPMG og PWC.



salgsmodningsfasen er at gøre virksomheden så attraktiv som overhovedet mulig - og dermed øge chancen for at finde en køber der er villig til at påtage sig risikoen ved ejerskabet. Salgsmodningsfasen handler dog naturligvis også mere overordnet om at højne virksomhedens attraktivitet og derigennem muliggøre en høj salgspris.

Denne fase må for mange virksomheder regnes som meget afgørende for, om virksomheden kan finde en ny ejer eller ej. Mange vil uden tvivl kunne gå ind i en sådan salgsmodningsfase uden at være særlig attraktiv for køber, men igennem hårdt arbejde og god rådgivning, kunne gå ud af denne fase med en bedre chance for at tilfredsstille en mulig køber – og give sælger bedre økonomiske vilkår i fremtiden<sup>55</sup>. Salgsmodning må anses for at være en god mulighed for ejeren, i samråd med virksomhedsmægleren eller anden rådgiver, at øge chancen for et succesfuldt generationsskifte, og i forbindelse med vores indledende ønske om sikre flest muligt generationsskifter gennemført med succes – er salgsmodning derfor oplagt at gå i dybden med.

Værdiansættelsesfasen er præget af værdiansættelsesbestrebelsene og forhandlingen mellem køber og sælger. Derudover er det selvfølgelig en absolut nødvendighed, at en interesseret køber bliver fundet på nuværende tidspunkt. Det ville være ideelt hvis køber allerede var fundet i salgsmodnings eller overvejelserfasen, men det kan næppe påregnes at være muligt for størstedelen af generationsskiftevirksomhederne. At finde en villig køber er tydeligvis ikke nemt, og herunder hører også problemer med i det hele taget at få kontakt til mulige købere. TIC-centrene står bag et initiativ, hvor virksomhedsejere og virksomhedsmæglere kan annoncere på Internettet efter mulige købere<sup>56</sup>. Selvom annoncerne er anonyme, bortset fra oplysning om størrelse (omsætning & ansatte), placering i landet, arbejdsområde, og en beskrivelse af virksomheden, så må det påregnes at en del virksomhedsejere ikke bryder sig om en så offentlig annoncering. I stedet kan ejeren benytte personlige kontakter i branchen - og de kontakter og den viden som en virksomhedsmægler måtte være i besiddelse af. Vi vil ikke gå videre med at afdække, hvordan en sådan kontakt til mulige købere kan skabes, selvom manglen på kontakt uden tvivl kan være bidragene årsag til, at så mange virksomheder må lukke snarere end at blive overdraget.

I værdiansættelsesfasen skal en vurdering af virksomhedens fremtidige indtjeningsevne, afdækket igennem den strategiske analyse, ligge til grund for en værdiansættelse af virksomheden. Der er mange faktorer som der bør tages højde for, og kvaliteten af arbejdet i denne fase er i vores øjne

---

<sup>55</sup> CESFO (1999/2)

<sup>56</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 4.7.2 + [www.ticmarked.dk](http://www.ticmarked.dk) eller [www.match-online.dk](http://www.match-online.dk)

afgørende for, at sælger modtager en passende betaling for virksomheds værdi, og køber tilsvarende bliver afkrævet en passende betaling. Hvis prisen er for høj, vil køber og virksomheden være dårligt stillet i fremtiden, og hvis prisen er for lav, er det omvendt sælger som har færre midler til fremtiden og alderdommen. Der er således god grund til være omhyggelig med værdiansættelsen, selvom handelsprisen altid vil være en kombination af den saglige værdiansættelse og almindelig købmandsskab, herunder forhandlingspositionen og fordeling af eventuelle synergieffekter<sup>57</sup>.

Det følger dog af handelsprisens sammensatte natur, at en eventuel fejltagtig værdiansættelse med overvældende sandsynlighed vil afspejle sig i en tilsvarende fejltagtig (utilsigtet uhensigtsmæssig) handelspris.

Derudover er vores videre arbejdstese, at kvaliteten og troværdigheden af værdiansættelsen, herunder valg af modeller, udarbejdelsen af budgetter og scenarieanalyser, spiller ind på hvorvidt salget bliver til virkelighed eller ej. Dvs. at forskellen mellem én god værdiansættelse og en tilsvarende dårlig, kan have indflydelse på om en interesseret køber accepterer købet. Dette kan kun blive ved et postulat, da det næppe er muligt at føre bevis herfor, men vi vil senere forsøge at sandsynliggøre dette vha. gode argumenter - i forbindelse med en diskussion omkring, hvad det indebærer at en værdiansættelse er god eller dårlig.

#### **4.1 Problemafgrænsning - virksomhedsmæglerens arbejde**

De ovenstående afsnit har altså vist os, at der er store udfordringer forbundet med at gennemføre et succesfuldt generationsskifte, og at ca. 80-100.000 ejerledede virksomheder og selskaber vil skulle konfrontere disse udfordringer indenfor de næste 10 år – en periode, som vil være kendetegnet ved, at der alt andet lige vil blive færre og færre købere. Opgaven er at sikre, at flest mulige generationsskifter gennemføres med succes, og virksomhedsmægler har et delansvar derfor, igennem kvaliteten af dennes arbejde og rådgivning. Vi vil undersøge, hvordan virksomhedsmægleren igennem sit arbejde, kan sikre flest mulige vellykkede generationsskifter:

- **ved at forberede virksomheden bedst muligt til salg igennem en salgsmodningsfase**
- **og ved at sikre at forhandlingen mellem køber og sælger baseres på den bedst mulige værdiansættelse**

---

<sup>57</sup> Deloitte (2005) s. 21-22

I det følgende vil vi ganske kort præsentere disse 2 hovedtemaer.

## 4.2 Salgsmodningsfasen

Som potentiel sælger af sin virksomhed kan man stille sig 2 overordnede spørgsmål forud for en evt. salgsmodning; Hvad ønsker køber? Og måske endda mere vigtigt - hvad ønsker en køber absolut **ikke**? Sælger skal assisteret af sin virksomhedsmægler kompetence finde frem til det set-up af den givne virksomhed, som vil tiltrække flest mulige interesserede købere. Sælger og virksomhedsmægler skal altså i samråd vurdere om virksomheden, umiddelbart er salgsklar som den forefindes, hvorvidt der kræves mindre justeringer - eller måske ligefrem en decideret udvikling af virksomhedens forretningsgrundlag for at vække potentielle køberes interesse.

### 4.2.1 Afkast, værdiskabelse og valuedrivers

Køber er interesseret i fremtidige afkast - og køber har som minimum behov for at afkastet er så stort, at han kan sikre sig en rimelig løn, såfremt han selv påtænker at lede virksomheden. Stabile og forudsigelige årlige afkast/overskud er bedre end ustabile af flere årsager. F.eks. kan køber have behov for løbende at trække penge ud til sit private forbrug, og stabile afkast mindsker alt andet lige også risikovurderingen. Generelt er det derfor altid en fordel for nuværende ejer at arbejde for stabile og forudsigelige afkast, og vise potentiale for et godt afkast - også langt ude i fremtiden.

Afkast er dog primært interessant, fordi det kan repræsentere værdiskabelse, som i bund og grund er alle virksomheders berettigelsesgrundlag – ifølge den anerkendte Shareholdervalue-teori, bla. udviklet af Alfred Rappaport m.fl. Denne opfattelse er vi i store træk enige i, må/bør være den grundlæggende tankegang bag al kommerciel virksomhedsdrift. Alle virksomheder bør stræbe efter at forrente kapitalen med investorernes afkastkrav, og derudover skabe ekstra værdi til investorerne - dvs. at møde investorernes forventninger og mere til. Hvis en virksomhed destruerer værdi for sine investorer, dvs. ikke forrenter kapitalen som investorerne kræver, så bør investorerne følgelig forsøge at sætte deres penge i en anden virksomhed - såfremt investorerne er økonomisk rationelle og profitmaksimerende.

Men som vi senere vil uddybe, så betaler køberen (i teorien) et beløb, der hænger sammen med forventningerne til virksomhedens fremtidige afkast og værdiskabelse – og det som køberen derfor allerhelst ser, er derfor et potentiale for værdiskabelse – som vedkommende ikke (eller kun delvist) bliver afkrævet betaling for. Det er derfor vigtigt for køber og virksomhedsmægler at få køber til at se dette potentiale, hvilket måske allernemtest gøres ved at udvælge en køber, som ud fra dennes

konkrete forhold kan se mulighed for at høste synergieffekter. Alternativt skal køber kunne se et udviklingspotentiale, som vedkommende i kraft af hans/hendes kompetencer, vil være i stand til at gøre endnu mere værdiskabende.

At vise udviklingspotentiale gør virksomheden bl.a. ved at forsøge at vise positiv udvikling og muligheder mht. forbedringer af virksomhedens vigtigste valuedrivers - dvs. de værdiskabende faktorer. En vigtig pointe er naturligvis, at hvis virksomheden allerede skaber værdi til den nuværende ejer – så øges købers tiltro alt andet lige til, at virksomheden også i fremtiden vil kunne skabe værdi. En forudsætning for at kunne vide, hvor man bør sætte ind i bestræbelserne på at gøre virksomheden mere værdiskabende, er at sikre overskuelighed, gennemskuelighed og styring af de værdiskabende faktorer i virksomheden ud fra analyser m.m.

Vi vil i det videre projekt fokusere på det at skabe værdi. Hvad det betyder, at skabe værdi (shareholder-value tankegangen) og hvordan vi skaber mulighed for værdiskabelse – ved bl.a. at være bevidste om virksomhedens valuedrivers, og sikre os kontrol med dem.

I relation til den økonomiske profitabilitet af virksomheden er det en oplagt mulighed for sælger inden salgsprocessen indledes at overveje, om virksomheden styres på en økonomisk tilfredsstillende måde. Er der f.eks. implementeret et overordnet valuedriver koncept eller en shareholder-value tankegang, til at guide beslutningstagerne til hele tide at have for øje, at det handler om at skabe værdi? Ligeledes bør de langsigtede økonomiske – og udviklingsmæssige muligheder vurderes. Har virksomheden på sigt, evt. med en ny ejerkreds, mulighed for at skabe EVA – værdi til virksomheden, når omkostningerne til långivere og egenkapitalindskydere er fratrukket? Begge punkter hvis besvarelse utvivlsomt vil være af stor informationsværdi for potentielle købere, og det er endvidere givet, at en succesfuldt implementeret shareholder-value tankegang i virksomheden vil tælle på plus-siden i købers overvejelser. Dette og en modning af den økonomiske profitabilitet vil være muligt for nuværende ejer at iværksætte som et vigtigt middel til i sidste ende at få virksomheden solgt. Derfor er det som tidligere nævnt også noget, som vi ønsker at kigge nærmere på senere i projektet.

#### **4.2.2 Risiko**

Købere, og mennesker generelt, må som udgangspunkt antages at være risikoaverse, dvs. de bryder sig helt fundamentalt ikke om risiko. Nogle har meget imod risiko, mens andre er villige til at acceptere en højere risiko. Fælles for alle købere er dog, at de kræver betaling for den risiko de

påtager sig. Køber kan altså grundlæggende ikke lide risiko, men er villig til at tolerere en vis risiko, blot de kompenseres herfor i form af et højere afkast.<sup>58</sup>

Den samlede risikovurdering skabes af et sammensurium af flere variable. Risiko er bestemt af forhold på bl.a. makroniveau og de givne konjunkturer, samt specifikke forhold på brancheniveau f.eks. i form af konkurrencesituationen mm. Dertil kommer virksomhedens interne risici og risikoprofil. – Sidstnævnte er selvfølgelig det eneste som den typiske generationsskiftevirksomhed har indflydelse på, og aktivt kan gøre noget ved.

I forbindelse med en vurdering af risiko er det også relevant at se på usikkerhedsniveauet for vurderingen.<sup>59</sup> – Med usikkerhedsniveauet menes, at hvis køber ikke præsenteres med et godt grundlag at vurdere risikoen ud fra, så vil den potentielle køber utvivlsomt vurdere risikoen i sig selv til at være høj på baggrund af usikkerheden/uvisheden.

Det er således en åbenlys god ide for nuværende ejer at arbejde på at minimere risikoen – og en god start er at undersøge og sikre sig kontrol med risikoen. Derudover bør der skabes dokumentation, så køber har mulighed for at danne sig et ”rigtigt” billede af denne risiko og kan føle sig tryk derved, dvs. ved at minimere usikkerheden.

Vi vil derfor senere i projektet se på måder hvorpå virksomheden og virksomhedsmægler i fællesskab kan arbejde med at minske risikoen og usikkerheden omkring virksomhedens fremtid. Det er vores opfattelse, at det bør ske igennem arbejde med både de bløde og hårde faktorer, som hænger sammen, om end vi primært dog vil fokusere på de hårde faktorer.<sup>60</sup>

Risiko bør som sagt *også* angribes ved at analysere og ændre på virksomhedens bløde sider, såsom arbejdsgange, forretningskultur, ansvarsfordeling, viden og knowhow, dokumentation. Specielt fordelingen af opgaver og ikke mindst ejerlederens rolle, som (næsten) altid er et kritisk punkt for den typiske generationsskiftevirksomhed.

En betingelse for et vellykket generationsskifte er, at virksomheden er tilrettelagt således, at den kan klare sig og fungere tilfredsstillende uden den gamle leder. Et skridt i den rigtige retning er at sørge for at virksomhedens vigtigste funktioner er uddelegeret til nøglemedarbejdere, og dette er naturligvis en særlig udfordring, hvis der er meget få eller slet ingen ansatte. I visse situationer kan virksomheden sikkert være usælgelig af netop denne årsag. En anden måde hvorpå vigtig viden og

---

<sup>58</sup> Vestergaard Andersen (2004),” s. 71-73.

<sup>59</sup> Deloitte (2000), s. 25. + Vestergaard Andersen (2004), s. 52-55

<sup>60</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 15 + 233-234

daglige arbejdsgange kan (og bør) gøres uafhængig af sælger, er ved at sikre, at områderne er solidt dokumenteret.<sup>61</sup>

Men for at en virksomhed skal kunne overleve et generationsskifte vil det meget ofte være nødvendigt, at ejerlederen træder i baggrunden noget tid forinden, idet vedkommende typisk betyder alt for meget for den daglige drift.<sup>62</sup> Virksomhedens vigtigste funktioner, dvs. typisk kontakten til kunder og leverandører samt tilrettelæggelsen af den daglige drift, skal derfor i højere grad uddelegeres til medarbejdere, og ejerlederen bør generelt nedtone sin rolle i de mere trivielle beslutninger.<sup>63</sup> Det er nødvendigt for at vise potentielle købere, at den nuværende ejer ikke er ”hele virksomheden” og at virksomheden har gode muligheder for at køre videre og udvikle sig positivt under en ny ledelse.

Det vil ligeledes i relation til dette være en god idé at skabe sig et overblik over, i hvor høj grad virksomhedens ry og image udadtil er hængt op på ejeren. Den primære årsag til at visse kunder handler hos virksomheden kan meget vel vise sig at være, at de kender og har tillid til ejeren, og i så fald kan det optimale scenario være et glidende generationsskifte, hvor den nye ejer introduceres og gradvist overtager den gamles ejers funktioner - og plads i bevidstheden hos kunder, leverandører m.fl. Et sådan glidende generationsskifte, hvor den nye ejer qua sin dominerende position er nødt til at hjælpe den nye ejer i gang, er dog sjældent helt problemfrit, idet manglende personlig kemi kan være en barriere, ligesom den gamle ejer ofte vil have svært ved at acceptere, at hans indflydelse og autoritet mindskes efterhånden som processen skrider frem.<sup>64</sup>

Derudover bør virksomhedens kultur, omgangstone og arbejdsindstilling vurderes om disse aspekter er acceptable som de er, før processen op til salget startes. Som regel vil den typiske generationsskiftevirksomhed, som skitseret tidligere i kapitel 3.4 er en mindre ejerledet virksomhed, ofte være domineret af ejerlederen på andre områder end blot hvad angår beslutningsprocesser, forretningsviden og kontakten til kunder, leverandører m.fl.<sup>65</sup>

Dette er nogle af de bløde faktorer, som spiller ind på købers vurdering af risiko, og optimering af disse faktorer er en del af forandringsledelses-disciplinen, som vi ikke vil beskæftige os videre med i projektet. Tidligere i kapitel 3.4 har vi skitseret, hvordan en typisk generationsvirksomhed er indrettet, og i relation til dette netop hvilke faldgrupper der kan være med en meget aktiv ejerleder.

---

<sup>61</sup> DI-aktuelt (2003), s. 19-24.

<sup>62</sup> CESFO (1999/2)

<sup>63</sup> DI-aktuelt (2003), s. 19-24.

<sup>64</sup> Ibid., s. 29-39.

<sup>65</sup> Ibid.

Men som sagt, er det ekstremt vigtigt for sælger at dokumentere, at virksomhedens nuværende indtjeningspotentialer ikke er afhængigt af den nuværende ejer.

#### **4.2.3 Kapitalbehov**

I mange tilfælde vil køberen af den typiske generationsskiftevirksomhed have begrænset kapital at indskyde.<sup>66</sup> Det kan derfor være relevant i salgsmodningsprocessen at overveje mulighederne for at sænke kapitalbehovet for mulig køber, således at kapitalbehovet ikke bliver en barriere for et endeligt salg. Oplagte muligheder kunne være at skære alt unødvendigt ”fedt” væk fra virksomheden ligesom alternative overtagelses-ordninger kunne være en mulighed. Det, og andre muligheder for at sænke kapitalbehovet, vil vi diskutere og kigge nærmere på i teoriafsnittet vedrørende salgsmodning.

---

<sup>66</sup> Nørbjerg (2004)

### 4.3 Værdiansættelsesfasen

Første kriterium for at denne fase kan afsluttes tilfredsstillende er naturligvis, at der findes en køber. Ideelt set må køberen og dennes forhold dog meget gerne være kendt før selve værdiansættelsesprocessen påbegyndes, men såfremt dette ikke er tilfældet, skal de tidligere overvejelser omkring den ønskede køber(-type) lede de videre bestræbelser på at lokalisere mulige købere.

I tråd med den foreløbige introduktion og afgrænsning af købertyper præsenteret i kapitel 3.3, så vil vi videre i projektet blot antage, at køberen er fundet og at denne hører under kategorien 3. mand. De dybere juridiske, skatte- og afgiftsmæssige overvejelser, der således kunne og bør gøres ved udvælgelsen af køber, såvel omkring valg af modellen for overdragelse mellem sælger og køber, vælger vi at se bort fra. Ligeledes vælger vi at se bort fra de bløde udfordringer f.eks. forandringsledelse og overdragelsen af ledelsen, der nævnes i figur 3 under værdiansættelsesfasen. Det vi vælger at fokusere på i forbindelse med værdiansættelsesfasen er således tekniske og teoretiske overvejelser omkring værdiansættelse og værdiansættelsesprocessen.

Værdiansættelsesprocessen kan hensigtsmæssigt inddeles i tre hovedfaser, hvor den *første fase* er en grundig *strategisk analyse* af virksomheden i sammenhæng med dens omgivelser. Den grundige strategiske analyse er salgsmodningens og værdiansættelsens fælles udgangspunkt, og vi vil derfor umiddelbart efter dette afsnit, se nærmere på overordnede teoretiske retningslinjer for en sådan - og herunder også hvad analysen bør afdække.<sup>67</sup>

*Anden fase* af værdiansættelsesprocessen kan karakteriseres ved, at der på baggrund af en *grundig budgettering* udarbejdes *en eller flere stand-alone værdiansættelser*. En beskrivelse af budgetteringsfasen i afsnit 7.1 indleder derfor vores videre diskussioner omkring værdiansættelse. En stand-alone værdiansættelse er en værdiansættelse ud fra antagelse om, at virksomheden videreføres under de på salgstidspunktet gældende forhold, dvs. før skift af ejer/ledelse, strategi, struktur m.m. - I faglitteraturen og i praksis findes en forholdsvis bred vifte af modeller og metoder, som en sådan værdiansættelse kan baseres på, og modellerne har forskellige egenskaber, styrker og svagheder – og vil derfor ofte resultere i vidt forskellige værdiansættelser.

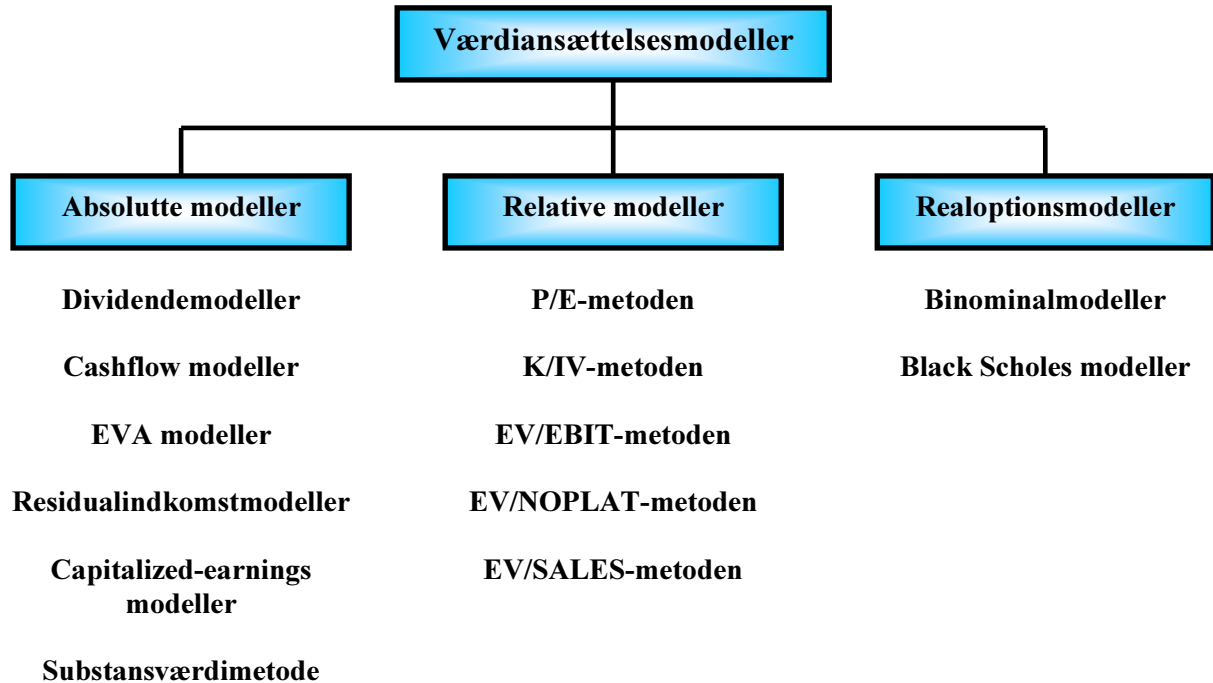
---

<sup>67</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 14 ff.



Hvilke modeller/metoder der bør benyttes - og hvorvidt der bør benyttes mere end en model til stand-alone værdiansættelse, synes således at være oplagte spørgsmål at gå i dybden med.

De forskellige værdiansættelsesmodeller kan i vores øjne hensigtsmæssigt inddeles i 3 kategorier, henholdsvis **absolutte, relative og realoptions-værdiansættelsesmodeller**.



Figur 4: Typer af værdiansættelsesmodeller

De absolutte værdiansættelsesmodeller er kendetegnet ved (udelukkende) at basere selve værdiudregningen på den konkrete virksomheds specifikke forhold – mht. værdier, afkastkrav og sandsynlig fremtidige indtjening. Omverdenen har naturligvis indflydelse på den beregnede værdi af virksomheden, idet indtjening, afkastkrav og vurderingen af værdier i virksomheden er forbundet med forhold i omverdenen – og det eksterne interaktion med de interne forudsætninger. Denne interaktion mellem det eksterne og det interne klarlægges igennem den strategiske analyse, hvorudfra der skabes det overblik og det nødvendige informationsgrundlag ang. fremtidige præstationer, som er grundlaget for budgetteringen – og for de absolutte modellers endelige værdiberegning.

Af de absolutte modeller synes særligt cashflow-, EVA/RI- og substansværdimodellerne at være værd at diskutere videre. Substansværdimetoden bruges nemlig relativt ofte i praksis, når det drejer sig om at værdisætte små og mindre virksomheder eller virksomheder i vanskeligheder, mens

cashflow-modellerne igennem en årrække af mange fremtrædende corporate finance fagfolk er blevet promoveret som overlegen i forhold til de andre modeller, f.eks. de relative.

EVA- og RI-modellerne har så meget tilfælles, at vi vil afgrænse os til kun at gå i dybden med RI-modellen. Denne model har de seneste år været genstand for en intens international diskussion, hvor fremtrædende akademikere indenfor regnskab & revision, har promoveret modellen som overlegen til f.eks. cashflow-modeller.<sup>68</sup> EVA/RI-modellerne er dog nært beslægtet med cashflow-modellerne og bør under alle omstændigheder ligeledes kunne hævdes at være f.eks. de relative modeller overlegne. Men det vil være interessant at gå i dybden med og diskutere cashflow- og RI-modellernes forskellige egenskaber – og deres styrker og svagheder.

De relative værdiansættelsesmetoder, går kort fortalt ud på at foretage selve værdiberegningen, ved at overføre kendte multipler (f.eks. P/E) fra en eller flere lignende virksomheder, over på den virksomhed der værdiansættes. Tankegangen er, at man kan overføre kendte multipler fra virksomheder indenfor samme branche, med samme risiko, vækstmuligheder, indtjeningskvalitet, værdiskabelse, nogenlunde samme størrelse og i det store hele identiske forudsætninger – ud fra antagelsen, at 2 identiske virksomheder bør handles/værdiansættes ud fra samme relative forhold mellem f.eks. markedsværdi og indtjening. Hvis man således multiplicerer indtjeningen fra virksomheden under værdiansættelse med den overførte P/E-værdi fra en tilnærmelsesvist identisk virksomhed, fremkommer den ”korrekte” handelsværdi for virksomheden. De relative værdiansættelsesmodeller kaldes også af visse teoretikere for de markedsbaserede tilgange, i kraft af det (normalt) er multipler fra markedet der benyttes som baggrund for værdiansættelsen. Vi vælger at undersøge og diskutere P/E-metodens bonitet senere i projektet, da metoden er relativt udbredt, også i forbindelse med handel af små og mindre virksomheder, og idet udregningernes tilgængelighed umiddelbart kan ses som et plus.

Realloptionsmodellerne bygger grundlæggende på værdiberegningerne foretaget ved hjælp af de mere traditionelle relative og absolutte modeller. Det særlige er, at en række mulige scenarier (”options”-stier) for virksomheden og dens projekter beskrives ud fra sandsynligheden af de pågældende scenarier indtræffer, og ud fra de forskellige scenariers tilhørende positive eller negative nutidsværdier - der typisk beregnes vha. en cashflow-model.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> F.eks. James Ohlson <http://aaahq.org/AM2004/ohlson.htm>, d. 20/6-2005 + Stephen Penman <http://www0.gsb.columbia.edu/whoswho/bio.cfm?ID=55604>, d. 20/6-2005 + Theodore Sougiannis <http://www.business.uiuc.edu/faculty/sougiann.html>, d. 20/6-2005

<sup>69</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 417 ff. + Vestergaard Andersen (2004), s. 358 ff.

En ”option” er en mulighed, men ikke en pligt til at handle på en særlig måde, og der må således principielt antages at være uendeligt mange forskellige variationer af sådanne muligheder i virkelighedens verden. Det er ledelsen der træffer valgene i disse options-øjeblikke, hvor det f.eks. bestemmes om et projekt skal nedlægges eller videreføres, og ledelsen antages at træffe de valg som maksimere værdiskabelsen i selskabet. En værdiansættelse på baggrund af en realoptions-model vil således have en naturlig tendens til at medføre en høj værdiansættelse, idet omkostninger eller manglende indtægter på baggrund af ikke-perfekt eller mangelfuld ledelse minimeres eller helt bortses fra – og i stedet indregnes værdien af den fleksibilitet som ledelsens fremtidige valg udgør. Ledelsen antages i fremtiden at træffe de rigtige valg på baggrund af bedre viden/indsigt, og det antages at der i forbindelse med de forskellige options/scenarie-stier kan uddeles sandsynligheder og tilhørende negative og positive nutidsværdier.

Realoptionsmodellerne kan således i vores øjne kun give mening, hvis der klart og tydeligt kan identificeres vidt forskellige udfald af forskellige sandsynligheder og med tilhørende vidt forskellige nutidsværdier for virksomheden – samtidig skal virksomheden have en sådan karakter, at det er muligt at overskue og tildele de relevante sandsynligheder og nutidsværdier for forskellige udfald. I sådanne tilfælde kan værdien for virksomheden udregnes på baggrund af sandsynlighederne for de positive options-stier og sandsynligheden af de negative options-stier, samt stiernes tilhørende nutidsværdier. Vi vælger i det videre projekt, at se helt bort fra realoptionsværdiansættelsesmodellerne, da de ikke er særligt udbredte, især ikke i forbindelse med handel og værdiansættelse af den typiske generationsskiftevirksomhed. Modellerne synes umiddelbart at være meget komplicerede, uigennemskuelige og bygge på forudsætninger som er langt fra virkelighedens verden.<sup>70</sup>

De absolutte og de relative værdiansættelses modeller er også i stand til at tage højde for forskellige scenarier. De forudsætninger der indgår i modellerne, og som er fastlagt igennem den strategiske analyse, kan ændres i forbindelse med en konsekvensvurdering af andre mulige scenarier. Disse alternative scenarier kan/bør behandles i budgetteringsfasen, som beskrives i afsnit 7.1, hvor der udarbejdes budgetter for forskellige scenarier. Ved at køre de alternative budgetter igennem den/de valgte værdiansættelsesmodeller kan virksomhedsmægler præsentere køber og sælger for alternative vurderinger af virksomhedens stand-alone værdi, hvilket bl.a. kan være nyttigt i værdiansættelsens tredje fase – den endelige fastsættelse af salgsprisen.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 417-422 + Vestergaard Andersen (2004), s. 358-59+382-83

<sup>71</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 24+274 ff.

Denne *tredje og sidste fase* er domineret af *forhandlingen mellem køber og sælger*, hvor udgangspunktet er den teoretiske stand-alone værdi, der var resultatet af den foregående fases anstrengelser, der nu sammenholdes med *købers specifikke forhold*. Hvis køber er en anden virksomhed vil der f.eks. ofte være betydelige synergieffekter, hvis værdi i et eller andet omfang vil blive fordelt mellem køber og sælger. Hvis køber har et afkastkrav eller en risikovurdering, der afviger fra de vurderinger der blev lagt til grund for stand-alone værdiansættelsen, vil dette naturligt også påvirke forhandlingerne og den endelige værdifastsættelse. Tilsvarende kan andre af de forudsætninger der blev lagt til grund for stand-alone værdien kræves justeret i forbindelse med en tilpasning til købers forhold og vurderinger. Denne tredje og sidste fase er vanskelig at beskrive i generelle termer, hvorfor vi ikke vil gå i dybden med denne. Men det er vigtigt at huske på, at arbejdet i de 2 foregående faser skal være rettet mod forhandlingen mellem køber og sælger. Analysearbejdet, udvælgelsen af værdiansættelsesmodeller og udarbejdelsen af en teoretisk stand-alone værdi og eventuelle scenarieanalyser skal altså ses i forhold til de muligheder og den styrke det giver ved indgangen til forhandlingsfasen.

Vi vil i det videre projekt analysere og diskutere cashflow-, RI- P/E- og substansmetoden ud fra vores grundlæggende ønske om at få realiseret flest mulige handler i forbindelse med generationsskifte af små og mindre unoterede virksomheder. Som før nævnt er vores arbejdstese for projektet, at værdiansættelsen - der dækker over strategisk analyse, udarbejdelsen af budgetter og scenarieanalyser, valg af modeller - spiller ind på, hvorvidt salget bliver en realitet eller ej. Dvs. at forskellen mellem én god værdiansættelse og en tilsvarende dårlig, kan have indflydelse på om en interesseret køber accepterer købet. Derudover bør værdiansættelsen og værdiansættelsesmodeller selvfølgelig levere et korrekt værdiestimat, så den endelige salgspris ikke bliver fastlagt på et forkert grundlag. Vi vil derfor diskutere de ovennævnte modeller ud fra deres egenskaber og forsøge at udlede, hvilke modeller der bør benyttes - og til hvad. Fælles for alle modellerne er dog, at de bør bygge på input der stammer fra en strategisk analyse, som vil blive beskrevet i næste afsnit.

## 5.0 Den strategiske analyse – et fælles fundament

I dette afsnit vil vi beskrive den strategiske analyse, som vi anser for at være grundlaget for virksomhedsmæglers arbejde - hvad enten det er i forbindelse med salgsmodning eller værdiansættelse af en konkret virksomhed. Det må nemlig forholde sig sådan, at det udførte arbejdes værdi og pålidelighed ubetinget må være en funktion af den viden og indsigt i virksomhedens forhold, som virksomhedsmægleren tilegner sig igennem det indledende samarbejde med virksomheden. Hvis virksomhedsmægler baserer sit efterfølgende arbejde på fejlagtig eller mangelfuld viden, kan salgsmodningen eller værdiansættelse naturligvis aldrig være optimal – og en velgennemført strategisk analyse kan derfor meget vel være forskellen mellem succes og fiasko.

Formålet med enhver strategisk analyse mener vi bør være ”*at identificere og vurdere den konkrete virksomheds styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne, og muligheder og trusler på markedet - med henblik på at vurdere og indregne den fremtidige evne til at skabe et merafkast til virksomhedens aktionærer*”<sup>72</sup> - Og et særligt formål i forbindelse med salgsmodning, er selvfølgelig at danne et solidt grundlag for handlinger møntet på at forbedre og tydeliggøre denne evne til at skabe værdi.

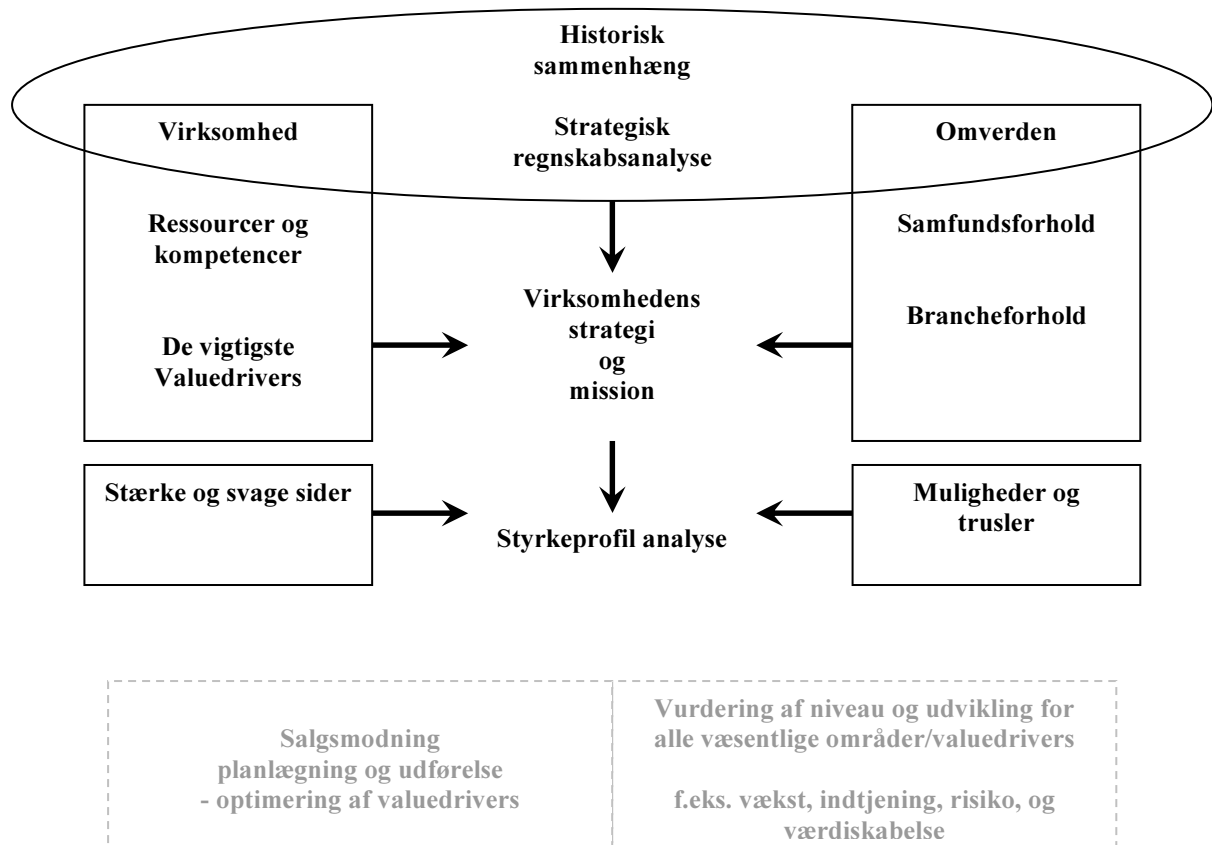
Værdiskabelse (eller merafkast) er, som vi før har argumenteret for, enhver virksomheds grundlæggende formål, og det er derfor vigtigt at fokusere på denne evne. Hvis ikke der er fokus på værdiskabelse, så er der mindre sandsynlighed for, at værdiskabelse bliver en realitet – og endvidere er værdiskabelse en overordnet valuedriver for værdien af en virksomhed, og er derfor nødvendig at klarlægge forud for en værdiansættelse – og optimere i forbindelse med salgsmodning.

En strategisk analyse bør tage udgangspunkt i de niveauer, og deres interaktion, som påvirker virksomhedens evne til at skabe værdi, og oftest ses inddelingen at være samfund, branche og virksomhed. I litteraturen findes en lang række modeller som er velegnede til at strukturere en sådan strategisk analyse, men der findes ingen egentlig facitliste for, hvordan analysen bør gennemføres. Når det er tale om en analyse af den typiske generationsskiftevirksomhed, som ofte er af beskeden størrelse, så er det klart at analysen må baseres på en arbejdsindsats sat i forhold til de tilgængelige

---

<sup>72</sup> FSR (2002), s. 18

ressourcer. Det skader dog bestemt ikke at tage udgangspunkt i en eller flere af disse modeller.<sup>73</sup> Men selvom en struktureret analyse utvivlsomt er et vigtigt skridt, så afhænger analysens værdi først og fremmest af den konkrete virksomhedsmæglers erfaring, kompetence og arbejdsindsats – og dermed kvaliteten af vedkommendes vurderinger i det konkrete tilfælde. Vi vil derfor afgrænse os til at præsentere en, for os, logisk struktur for den strategiske analyse, som angiver de vigtigste elementer - og ikke mindst de sammenhænge, som virksomhedsmægleren bør opnå indsigt i.



Figur 5: Gruppens opfattelse af strategisk analyse, inspireret af model af Elling, Hansen & Sørensen (1998).

Styrkeprofilanalysen som i figuren er det som ”kommer ud af” af den strategiske analyse, skal forstås som et samlet overblik over virksomhedens situation, som skal bruges i forbindelse med igangsættelse af initiativer for at forbedre virksomhedens præstationer i et salgsmodningsøjemed – eller som udgangspunkt for budgettering og værdiansættelse af virksomheden. Styrkeprofilanalysen ses ofte udformet som en SWOT-analyse, men hvis profilen udarbejdes til brug for en efterfølgende

<sup>73</sup> F.eks. PEST-modellen (samfunds niveauet), Porter-five-forces (brancheniveau), Porters værdikæde-model (virksomhedsniveau), Virksomhedssystemet, og forskellige produktanalyse modeller, f.eks. Boston-matricen m.m. og SWOT-modellen som en overordnet opsamlingsramme. Kilder: Petersen & Plenborg (2003), FSR (2002), Elling (1996)

salgsmodning, kan en opstilling i skemaform som foreslået af Bent Schack, synes mere brugbar.<sup>74</sup> Men for bedst muligt at kunne omsætte viden om virksomhedens styrker og svagheder m.m. til konkrete forbedringer eller realistiske budgetter, så skal de afdækkede styrker, svagheder og muligheder selvfølgelig sammenholdes med de fundamentale økonomiske forhold i virksomheden, dvs. virksomhedens nøgletal og valuedrivers.<sup>75</sup>

*Væsentlige valuedrives*, såsom vækst, værdiskabelse, indtjening, og risiko er som vi senere vil uddybe afgørende for en virksomheds værdi og salgbarhed – og derfor må den strategiske analyse med inddragelse af en historisk regnskabsanalyse<sup>76</sup> naturligvis sikre virksomhedsmægleren en detaljeret indsigt, der muliggør en kvalificeret vurdering og behandling af disse størrelser. Denne indsigt er nødvendig i forbindelse med en *salgsmodningsfase*, som grundlæggende går ud på at optimere virksomhedens præstation nu og i fremtiden. Virksomhedens væsentligste valuedrivers skal altså optimeres, og det kan gøres på mange måder, hvilket bl.a. kan indses ved at bryde de enkelte hovedvaluedrivers ned og forstå deres tilblivelse – og dermed også hvordan de kan påvirkes.<sup>77</sup> Vi vil gå mere i dybden med valuedrivers og optimering af disse i det efterfølgende salgsmodningsafsnit.

En *værdiansættelse* baserer sig, som vi senere skal se, på en vurdering af virksomhedens forventede fremtidige udvikling, og dermed også på den fremtidige udvikling i virksomhedens valuedrivers. En sådan vurdering er fremadrettet og er derfor usikker, men usikkerheden kan begrænses, bl.a. ved at der sikres overensstemmelse og sammenhæng mellem den historiske udvikling og vurderingen af den fremtidige. - Den grundige strategiske analyse skal bl.a. derfor komplementeres af en regnskabsanalyse, så den historiske påvirkning og deraf følgende udvikling i nøgletal kan sammenholdes med den forventede fremtidige udvikling – og skabe et kvalificeret grundlag for forudsigelse om nøgletallenes udvikling<sup>78</sup>. Den strategiske og regnskabsmæssige analyse bør altså tilsammen danne grundlag for virksomhedsmæglerens vurdering af en sandsynlig og realistisk fremtidig udvikling, som skal afspejle sig i de budgetter, der ligger til grund for værdiestimatet.

Den strategiske analyse skaber derudover også basis for at overveje de alternative scenarier, f.eks. med mindre vækst i samfundet eller branchen end forventet, og hvilken effekt disse ændrede forudsætninger vil have på virksomhedens valuedrivers, såsom vækst og værdiskabelse. De alternative scenarier bør altid overvejes og deres konsekvenser klarlægges overfor køber og sælger

---

<sup>74</sup> Schack (2002), s. 206.

<sup>75</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 391-393

<sup>76</sup> De historiske regnskabsresultater der inddrages bør strække sig over en vis periode, 2-3 år.

<sup>77</sup> Se f.eks. Vestergaard Andersen (2004), s. 187-217, 392-93, 413-415

<sup>78</sup> Petersen & Plenborg (2003) + Vestergaard Andersen (2004), s. 391

for at levere det bedst mulige grundlag for, at de 2 parter kan finde frem til en fornuftig prisansættelse af virksomheden. I forbindelse med budgetteringen bør konsekvenserne af sådanne alternative scenarier derfor klarlægges og udmønte sig i en scenarieanalyse, som vi senere vil gå i dybden med i afsnit 7.1.

Denne strategiske analysefase er omfattende og tidsmæssigt den mest krævende - ligesom den måske også er den mest betydningsfulde, idet virksomhedsmæglerens videre arbejde bygger videre på analysens resultater<sup>79</sup>. En fejlvurdering eller eventuel forglemmelse i denne fase afspejler sig derfor med stor sandsynlighed i en fejlagtig vurdering af virksomhedens værdi - eller i en salgsmodning der ikke er optimal, dvs. hvor indsatsen og de tilgængelige ressourcer ikke rettes mod de mest værdiskabende tiltag. I relation til SWOT-analyse og andre lignende modeller er det derfor vigtigt at påpege, at der kræves et stort arbejde i form af research og analysearbejde. - Modellernes enkle fremtoning skal altså ikke tolkes, som en opfordring til beskeden arbejdsindsats. Vi vil foreløbigt ikke gå mere i dybden med den strategiske analyse, da der i sig selv kan skrives et helt projekt om emnet, og idet specifikke retningslinjer er vanskelige at fastlægge, uden at have en konkret virksomhed at relatere disse retningslinjer til.

---

<sup>79</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 14-16 + 48



## 6.0 Salgsmodning

I dette kapitel er vores mål at skildre de mulige og relevante temaer, som *sælger sammen med virksomhedsmægler* enten skal have for øje eller reelt iværksætte foranstaltninger udfra, i forbindelse med at salgsmodne den givne virksomhed frem mod et salg. Som nævnt i projekts afgrænsning vil vores opmærksomhed her i kapitlet vedrørende salgsmodning hovedsagligt være på ”hårde” temaer, som kan være af stor relevans for at gøre virksomheden salgbar, herunder særligt værdiskabelse og virksomhedens valuedrivers.

### 6.1 Værdiskabelse & Shareholder value

Den absolutte hovedbegrundelse for køber i forbindelse med at indgå en handel, er købernes interesse i afkast og værdiskabelse. Værdiskabelse er den helt overordnede hovedvaluedriver, som fastlægges af shareholder value litteraturen som virksomhedens altafgørende formål. Shareholder value kan på dansk oversættes til *aktionærværdi*, og det er i grunden et meget dækkende ord. Filosofien er, at der skal skabes en merværdi til aktionærerne, og det primære fokus for virksomhedens ledelse er, at den skal tjene ejerne i form af at sikre ejerne et størst muligt udbytte. Virksomhedens ledelse skal have dette som bagvedliggende paradigme at træffe beslutninger ud fra, samt komme til en erkendelse af hvad der driver skabelsen af denne merværdi – altså hvad er virksomhedens value drivers?<sup>80 81</sup>

Ved shareholder-value tankegangen måles virksomhedens kapitalomkostninger derfor ikke blot ud fra fremmedkapitalen, men også ud fra egenkapitalens afkastkrav. I shareholder-value tankegangen kan man derfor kun tale om ”overskud”, hvis der er værdi tilbage, når også egenkapitalindskyderne er blevet aflønnet efter deres afkastkrav. Dette kan anføres som en mangel ved det almindelige perioderegnskab og det gængse overskudsbegreb. En anden væsentlig forskel er, at mange fortalere for shareholder value teorien generelt vægter cash flow højere, end det kendte perioderegnskab.

I relation til denne overbevisning om, at cash flows er bedre end perioderegnskabet overskuds-mål, så ses kendte fraser som “*Cash is a fact, but profit is an opinion*” eller “*Cash is king*”, ofte i litteraturen. Fraser eller læresætninger som bunder i overbevisninger om at;

---

<sup>80</sup> Young & O’Byrne (2000), kap. 1 & 7

<sup>81</sup> Implementering af shareholder value tankegangen involverer bl.a. også ændringer i organisationens kultur, ledelsen og medarbejdernes tankegange, baseret på analysen af virksomhedens valuedriver-sammenhænge m.m. – Dermed handler implementering også om forandringsledelse, hvilket vi som før nævnt ikke behandler i dette projekt. Kilde: Rappaport (1998), kap. 9

- a) udbytte bliver udbetalt af cash flow snarere end overskud
- b) perioderegnskabet (og dermed overskuddet) hævdes at være relativt manipulerbar
- c) og er følsom overfor forskelle i regnskabspraksis, lande og virksomheder imellem.<sup>82</sup>

Sidstnævnte er selvfølgelig et ubestridt faktum, selvom regnskabspraksis i disse år bliver stadig mere international standardiseret. Men med hensyn til mulighederne for manipulation, så er vi af den opfattelse, at cash flows kan manipuleres ligeså nemt, og muligvis nemmere. Dette skyldes bl.a., at ind- og udbetalinger kan styres *direkte* af virksomheden, ligesom at al manipulation med perioderegnskabet vil slå igennem på cash flow niveau, hvis der tages udgangspunkt i perioderegnskabet (f.eks. noplus) ved udledninger af cash flow.<sup>83</sup> Vi ser ikke nogen ubestridt fordel i cash flow som udgangspunkt for måling og sammenligning af præstationer, men ser muligvis visse fordele i cash flow (DCF) modellen, hvilket vi i de senere kapitler vil diskutere meget nærmere.

## 6.2 Valuedrivers

Ved at definere og fastlægge virksomhedens valuedrivers, kan det hjælpe ledelsen og medarbejdere til at forstå, hvordan merværdi skabes og ikke mindst hvordan værdien maksimeres. Endvidere kan ledelsen få indsigt i, hvor ressourcerne skal sættes ind for at skabe aktionærværdi, og det kan skabe et nødvendigt overordnet mål at styre virksomheden ud fra.<sup>84</sup>

Som udgangspunkt bør virksomhedsmægler og ejer i fællesskab starte med at skabe overblik over virksomhedens valuedrivers. Et mindre antal hovedvaluedrivers for virksomheden skal identificeres og underopdeles i væsentlige valuedrivers.<sup>85</sup> - Dernæst bør det klarlægges hvilke valuedrivers, der har størst gennemslagskraft på værdiskabelse, og som samtidig er til at ændre og indenfor virksomhedens kontrol. Sidst men ikke mindst skal konkrete tiltag og strategier implementeres, for at forbedre udvalgte de valuedrivers og maksimere værdiskabelsen<sup>86</sup>.

## 6.3 EVA som den absolutte hoved-valuedriver

Værdiskabelsen kan og bliver bl.a. udtrykt via EVA-begrebet. Et begreb som Stern & Stewart faktisk har fået registreret som et varemærke. EVA står for **Economic Value Added** og er som sagt

---

<sup>82</sup> Copeland m.fl. (2000) kap. 5+ Stickney m.fl. (2004), s. 809-811

<sup>83</sup> Stickney m.fl. (2004), s. 883-886

<sup>84</sup> Copeland m.fl. (2000) kap. 6.

<sup>85</sup> Rappaport foreslår at man starter med at identificere virksomhedens mikro-valuedrivers, og først til sidst inddeler dem under deres respektive hovedvaluedrivers. Vi vil ikke afvise at dette måske i praksis kan være fornuftigt, men mener dog at en konkret analyse er nemmere at strukturere, når virksomhedsmægleren gradvist arbejder sig i dybden. Kilde: Rappaport, kap. 9

<sup>86</sup> Rappaport (1998), kap. 9

et mål for, om der bliver skabt en *merværdi* til virksomheden ud over aflønningen til långivere og egenkapitalindskydere. På formel er dette:

$$EVA = ROIC - WACC$$

Formel 1:

Ud fra formelen ses, at når ROIC<sup>87</sup> er større end WACC<sup>88</sup> vil der skabes en merværdi til aktionærene. I modsatte fald, når ROIC er mindre end WACC, vil der ske en værdidestruktion. Når ROIC < WACC og man ikke har nogen forventning om en forandring i dette forhold, kan man ud fra et meget strengt aktionærøkonomisk synspunkt argumentere for, at virksomhedens burde nedlægges, idet det forventes at der kontinuerligt vil ske en reducere af aktionærværdier.<sup>89</sup> En meget vigtig bemærkning til dette er, at det i Danmark nærmere er undtagelsen end reglen, at der er positiv EVA tilvækst i virksomhederne – og vedvarende og længerevarende EVA-skabelse er i hvert fald en sjældenhed.<sup>90</sup>

Et intelligent spørgsmål er, hvorfor så mange virksomheder, i modstrid med shareholder value teorien, vedbliver med at eksistere, når det generelle billede er en kontinuerlig destruktion af aktionærværdier. - Hvis vi ser på de typiske generationsskiftevirksomheder, så er aktionæren/ejeren jo typisk også virksomhedsleder, og mange af dem må øjensynligt være villige til at acceptere en egenkapitalforrentning, som er mindre end det afkastkrav på egenkapitalen, der benyttes i beregninger af WACC'en.<sup>91</sup> – Vi mener, at den bedste forklaring på dette er, at det er egenkapitalens afkastkrav der benyttes til beregningen af WACC'en, som er udtryk for den forrentning ejeren *godt kunne ønske sig eller gerne ville have*. Men som sagt er ejerledere villige til at acceptere og leve med en (betydeligt) lavere forrentningsgrad. Det vil altså sige, at ikke alle ejere er 100 % rationelle profitmaksimerende aktører, men er snarere profit-tilfredsstillende aktører – som endvidere er påvirket af andre motiver end profit. Shareholder value teorierne synes at tage udgangspunkt i, at mennesker er fuldt ud rationelle og profitmaksimerende, men det synes ikke at passe helt på den virkelige verden – i Danmark.

Det er dog også tænkeligt, at visse ejerledere i virkeligheden er profitmaksimerende, men at omkostningerne forbundet med at slippe ud af en værdidestruerende investering kan være så betydelige, at det bedre kan betale sig at affinde sig med en lav forrentning af egenkapitalen. Eller

---

<sup>87</sup> Return On Invested Capital, se nærmere definition Vestergaard Andersen (2004), s. 181+202-205

<sup>88</sup> Weighted Average Capital Cost, se nærmere definition Vestergaard Andersen (2004), kap. 2.

<sup>89</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 199-200.

<sup>90</sup> FSR (2002)

<sup>91</sup> Egenkapitalens afkastkrav kan beregnes udfra forskellige udgangspunkter, hvilket vi ikke går dybere ind i her. Se kapitel 7.4.4 ff.

også er ejeren i virkeligheden profitmaksimerende, men er ikke umiddelbart i stand til at gennemskue, hvornår overskuddet kan vurderes som tilfredsstillende eller ej.

En fordel ved EVA begrebet er netop, at det afhjælper én af de svagheder, som det traditionelle regnskabsmæssige overskudsbegreb har. Det kan nemlig umiddelbart for mange mennesker være meget svært at se, hvorvidt et givent overskud for en periode er tilfredsstillende eller ikke. Det er langt fra utænkeligt, at en virksomhed i regnskabet kan fremvise umiddelbart fornuftige sorte tal på bundlinjen, som der er en bred enighed om er tilfredsstillende - men som samtidig repræsenterer negativ EVA. Hvilket betyder, at der er sket en destruktion af aktionærværdi i selv samme periode.<sup>92</sup> M.a.o. hjælper EVA begrebet ejerne og lederne til at tænke og agere rationalt og profitmaksimerende.

Af ovenstående ses, at ROIC og WACC følgelig er meget vigtige hoved-valuedrivers.<sup>93</sup> ROIC er afkast/overskuddet set i forhold til den investerede kapital, og WACC er de samlede vægtede kapitalomkostninger

Ud over hoved-valuedrivers har vi valgt at diskutere følgende valuedrivers, som efter vores opfattelse er særligt væsentlige, specielt i relation til den typiske generationsskiftevirksomhed. Vi har efter en nøje refleksion valgt at udtage følgende; vækst, risiko og usikkerhed.

Vestergaard Andersen behandler og nævner over hundrede mulige valuedrivers, ligesom andre, bl.a. Stern & Stewart, har gjort forsøg på lignende opstillinger.<sup>94</sup>

#### **6.4 ROIC som hoved-valuedriver**

Mht. at forøge ROIC, så kan et væld af valuedrivers være relevante at se på. ROIC er en slags afkastningsgrad efter skat, så alt der kan forbedre afkastningsgraden i nedenstående Du-Pont pyramide vil følgelig kunne være en valuedriver for den givne virksomhed.

Ved at kigge på de enkelte delelementers tyngde i pyramiden, deres indbyrdes sammenhæng og effekt på afkastningsgraden kan virksomhedsmægleren danne sig et fornuftigt overblik over hvad, som henholdsvis er med til at skabe afkast og hvilke elementer som qua deres omfang og udvikling har den stik modsatte effekt.

F.eks. ses omsætningen i figuren at være en mulig primær valuedriver.<sup>95</sup> Ved at forøge omsætningen kan man således forbedre afkastet, vel og mærke forudsat at niveauet i de variable

---

<sup>92</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 194.

<sup>93</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 67 frem + Rappaport (1998), s. 171-172

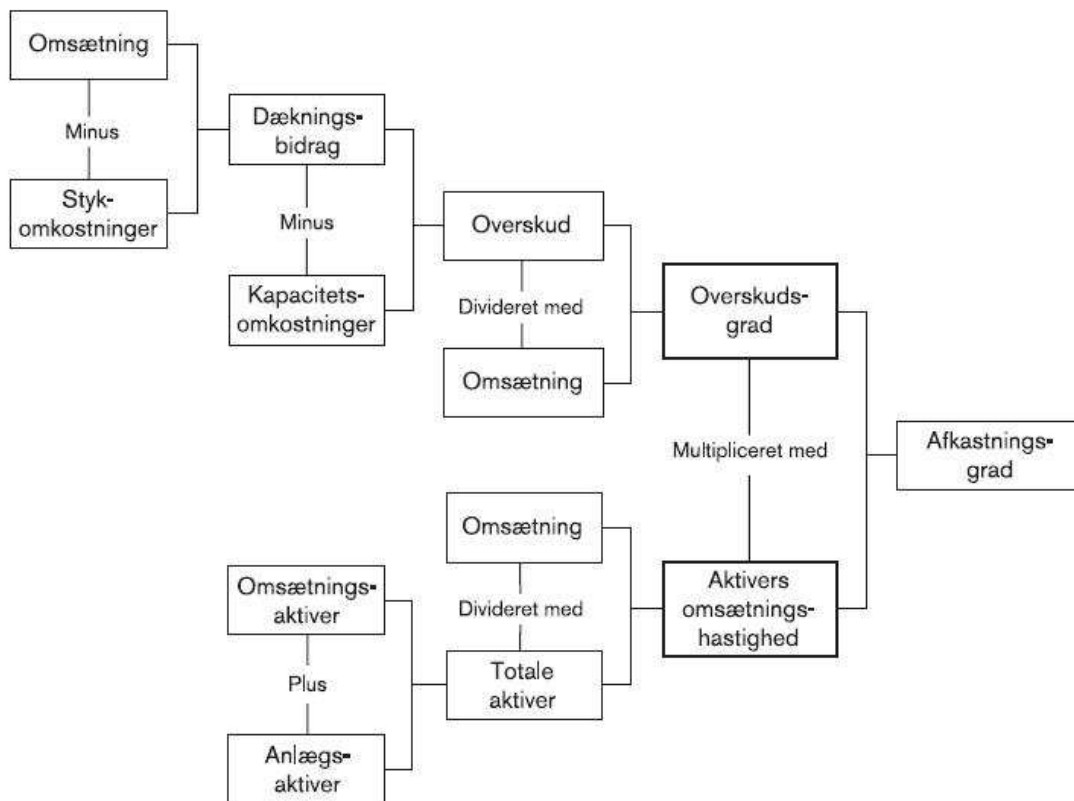
<sup>94</sup> Vestergaard Andersen (2004)

<sup>95</sup> Rappaport (1998), kap. 9

omkostninger (i figuren nævnt styk-omk.) ikke stiger mere end proportionalt med denne ændring. I så fald vil en omsætningsstigning kunne føre til et lavere dækningsbidrag. I værste fald kan en omsætningsstigning, efterfulgt af en endnu højere stigning i omkostningsniveauet, være en *valuedestroyer*, som vil ødelægge værdi for ejerne. Således ses det endvidere, at de variable omkostninger og omkostningsniveauet generelt selvfølgelig også er *valuedrivers*. Er det således muligt at reducere omkostningsniveauet uden at dette forringer omsætningen, vil dette naturligvis gøre afkastet større, jf. almindelig anerkendt erhvervsøkonomisk basisræsonnement.<sup>96</sup>

Ud fra figuren ses det, at man selvfølgelig også kan forbedre afkastet ved at gøre sin virksomhed mere "fit" eller "lean" på aktivsiden. Dette kan i store træk gøres ved at minimere de samlede aktiver i forhold til omsætningen, således at der bliver en større omsætningshastighed på aktiverne. Som figuren viser, så kan aktivernes omsætningshastighed også forbedres ved at øge omsætningen uden at de samlede aktiver vokser proportionalt eller i højere grad end denne ændring. Eller endvidere ved at lave tiltag, der skal reducere kapitalbindingen i aktiverne.<sup>97</sup>

Til denne diskussion er det dog af ekstrem vigtighed, at man holder sig for øje, at det næsten under alle omstændigheder altid vil være muligt at forbedre afkastet på *kort sigt*. Den virkelige kunst ligger i at lave tilpasninger og forbedringer, som er bæredygtige på længere sigt og som ikke ødelægger forretningsgrundlaget eller virksomhedens udviklingspotentiale.<sup>98</sup>



<sup>96</sup> Vesterg

<sup>97</sup> Vesterg

<sup>98</sup> Copelar

Figur 6: Du-Pont pyramiden

Som et generelt udgangspunkt bør virksomhedsmægleren i forbindelse med en salgsmodning lave en konkret analyse af de forskellige valuedrivers, hvor deres gennemslagskraft på afkastgraden bl.a. vurderes. Vil det f.eks. hjælpe den givne virksomhed at øge omsætningen, eller vurderes det ikke muligt at holde omkostningsniveauet nede i takt med en omsætningsstigning? Kan det i stedet være værdiskabende at reducere aktivmassen for at forbedre omsætningshastigheden, f.eks. vha. outsourcing? Det er sådanne konkrete overvejelser som virksomhedsejer og mægler må gøre sig for at optimere afkastet – en forbedring i afkastet, som vel og mærke skal være bæredygtigt også på *længere sigt*.<sup>99</sup> Som udgangspunkt for sådanne overvejelser vil det være hensigtsmæssigt at tilrettelægge og implementere et system, som viser og dokumentere hvad resultatet vil blive, hvis der skrues på f.eks. omsætningen, lønomkostninger, vareforbrug etc. Alternativt må de konkrete overvejelser hvile udelukkende på virksomhedsmægler og ledelsens foregående analysearbejde.<sup>100</sup> Men indledningsvis skal der altså skabes indsigt i, hvad det er som skaber værdi i virksomheden – eller med andre ord hvad er virksomhedens valuedrivers?

Valuedrivers som de tager form i Du-Pont pyramiden er meget overordnede. Under hvert enkelt punkt er der endvidere talrige valuedrivers som også er bestemmende for den endelige afkastgrad. Ja, alt hvad der kan dokumenteres at hjælpe til med at øge afkastet og skabe værdi, er principielt en valuedriver.

## 6.5 WACC som hoved-valuedriver

Mht. at mindske WACC er risikoreduktion formentlig den mest farbare vej for den typiske generationsskiftevirksomhed, hvilket vi vil behandle i det nedenstående afsnit angående risiko. Vi vil senere i kapitlerne om værdiansættelsesmodellerne og renteskatteskjoldet i kap. 7.9 gå mere i dybden med kapitalstrukturen som en mulig valuedriver.

### 6.5.1 Risiko – som vigtig valuedriver

---

<sup>99</sup> Young & O'Byrne (2000), kap. 7.

<sup>100</sup> Rappaport (1998), s. 172-173

Vi vil i dette afsnit se på, hvordan risikoen kan mindskes for den typiske generationsvirksomhed i tiden op til overdragelse til ny ejer, dvs. i salgsmodningsfasen. Ved at mindske risikoen bør prisen alt andet lige blive højere<sup>101</sup> – og samtidigt øges chancen måske for at finde en interesseret køber. Risiko ved ejerskab af en virksomhed eller aktie er et sammensurium af mange forskellige faktorer. Ofte ses risiko opdelt i henholdsvis en systematisk og usystematisk risiko, men opdelingen er en teoretisk abstraktion. Den *systematiske* risiko er den risiko der kan beregnes ex post, og den antages ud fra de gængse teorier<sup>102</sup> at være en afgørende faktor for markedsprisen. Den virksomhedsspecifikke *usystematiske* risiko kan ikke beregnes/forudsiges og den antages teoretisk at kunne bortses fra, hvis ejeren/investoren er ejer af en bred portefølje af aktier (eller virksomheder). Denne skelnen mellem risikotyper, mener vi og andre, generelt ikke er hensigtsmæssig når det gælder om at fastlægge værdien af en virksomhed<sup>103</sup> - hvilket vi vil komme tilbage til senere i projektet. Uanset om risiko kategoriseres som usystematisk eller systematisk, så vil den nedsætte virksomhedens værdi.<sup>104</sup> – Dette afsnit handler derfor om, hvordan man ud fra en analyse kan reducere den totale risiko - hvor en sådan reduktion vil være værdiskabende, dvs. set i forhold til afkastet. Risikoreducering kan være en hovedvaluedriver, og alle de forhold der kan sænke risikoen, kan derfor også anses for valuedrivers.<sup>105</sup>

For at analysere det samlede risikobillede af en virksomhed, er det hensigtsmæssigt at inddele risikoen ud fra de elementer, hvorfra den stammer. I litteraturen opererer man typisk med 3 typer risici i en virksomhed<sup>106</sup>:

- Strategiske risici – relateret til overordnede mål og strategier for virksomheden
- Operationelle risici – relateret til virksomhedens processer
- Finansielle risici – møntet på aktiver og gæld samt pengestrømme

### 6.5.2 Strategisk risiko

Strategisk risiko er den risiko, der er for at virksomheden på langt sigt måske ikke vil nå sine mål, og er således principielt, for en køber, den vigtigste kategori, fordi den refererer direkte til virksomhedens langsigtede indtjeningsevne. Af risici indenfor kategorien kan bl.a. nævnes:

- Markedets udvikling (herunder vækst, konkurrence og konjunkturudvikling)

---

<sup>101</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 233

<sup>102</sup> CAPM og APT-teoriene. Kilde : Shapiro & Sheridan (1998) s. 251-252

<sup>103</sup> Shapiro & Sheridan (1998) s. 252

<sup>104</sup> Dette er helt indlysende såfremt den pågældende ejer ikke har aktier i en bred portefølje af virksomheder! - Men selv hvis ejeren ejer aktier i en bred portefølje af virksomheder, vil den usystematiske risiko være relevant for virksomhedens værdi. Ikke sådan forstået at portefølje-ejerens afkastkrav vil stige pga. usystematisk risiko – Nej, fordi at den pågældende virksomhed vil kunne forventes at producere en mindre strøm af cash flow. Shapiro & Sheridan (1998), s. 251-255

<sup>105</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 233 + Rappaport (1998), s. 172-174

<sup>106</sup> Wivel (2004), kap. 10. + Shapiro & Sheridan (1998) s. 251-265.

- Afhængighedsforhold til kunder, leverandører, medarbejdere m.m.<sup>107</sup>
- Lovgivningsændringer (herunder f.eks. skat og regulering af markedet)
- Forskning og udvikling, m.m.<sup>108</sup>

I forbindelse med en salgsmodningsproces skal den strategiske risiko overvejes og afdækkes igennem en grundig analyse. Når det står klart, hvilke strategiske risici der findes og hvor store de er, så bør der på baggrund af en beskrivelse af disse - udarbejdes en detaljeret forretningsplan, som beskriver hvor virksomheden vil hen, og hvordan den realistisk vil opnå dette. Hvis f.eks. et delområde af virksomheden vurderes særligt risikofyldt, bør virksomheden overveje at udfase denne aktivitet - og planer for hvordan det kan foregå, skal i så fald udformes.<sup>109</sup>

FRR's vigtigste anbefaling til salgsmodning af generationsskiftevirksomheder er netop udarbejdelsen af en sådan detaljeret forretningsplan.<sup>110</sup> Den strategiske risiko for en virksomhed kan nemlig kun mindskes igennem en grundig analyse og aktiv stillingtagen til den fremtidige udvikling – og denne stillingtagen bør selvsagt nedfældes og kommunikerer til en eventuel køber.<sup>111</sup> Forretningsplanen er i figur 3 placeret som en af de bløde udfordringer, idet den tager udgangspunkt i den eksisterende (såvel som forestillinger om den kommende) ejers ønsker og ideer omkring den ønskede udvikling. Opgaven bør dog ikke forstås som nem eller ligetil, og der vil med fordel kunne inddrages fagfolk til belysningen af de strategiske risici og til udarbejdelsen af forretningsplanen.<sup>112</sup>

### 6.5.3 Operationel risiko

Den operationelle risiko afhænger bl.a. af følgende nedenstående punkter. Vi har valgt at placere det som kaldes den driftsmæssige risiko (gearingen) under dette punkt, selvom den også kunne høre ind under strategiske risici.

- Driftsmæssig gearing, dvs. forholdet mellem faste og variable udgifter.
- Variabiliteten og reversibiliteten af omkostninger på driften.
- Økonomisk styring og kontrol med
  - Bogholderi,
  - Regnskabsmæssige og budgetmæssige, og
  - driftsmæssige processer, som bl.a. kontrolleres og dokumenteres vha.
- IT, risiko og forhold omkring dette

---

<sup>107</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 15

<sup>108</sup> <http://www.marsh.dk/tempfiles/80.asp>, d. 6/6-2005

<sup>109</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 233

<sup>110</sup> FRR (2002)

<sup>111</sup> Ibid. + Vestergaard Andersen (2004), s. 397 frem.

<sup>112</sup> Ibid. + [http://www.marsh.dk/files/indstik\\_SRS\\_endelig.pdf](http://www.marsh.dk/files/indstik_SRS_endelig.pdf), d. 6/6-2005



- Dokumentation
- Forsikringer i tilfælde af uheld, retssager m.m.

#### 6.5.4 Finansiell risiko

- Valutarisiko – Er muligt at fjerne for virksomheden
- Kreditrisiko – Sikre gode langsigtede kreditaftaler og sørge for at vælge troværdige kunder der betaler rettidigt.
- Renterisiko – er virksomhedens lån fastforentede eller er det med fleksibel rente? I givet fald, vil f.eks. en rentestigning så influere meget på virksomhedens resultat?

Den fremtidige finansielle gearing bestemmes/afhænger af køber, så denne kan næppe optimeres før denne køber findes, se dog afsnit 6.8 om kapitalbehov. Men måske kan en ændring af gearingen levere bedre resultater/værdiskabelse i dag. Dette er dog ikke så sandsynligt, pga. skatteneutralitet i Danmark etc. Dette vil blive uddybet senere i afsnit 7.9.

Det er i sagens natur, udfra ovenstående opdeling af risiko, svært at give helt konkrete bud på, hvordan den enkelte virksomhed kan minimere risikoen, da virksomheder er meget forskellige. Dog er det muligt at give nogle overordnede vejledninger til at minimere risikoen. Mht. den operationelle risiko og ud fra et risikomæssigt synspunkt er det en fordel at operere med en stor andel af variable omkostninger med en høj grad af reversibilitet. Når andelen af de faste og irreversible omkostninger er *lille*, er det muligt hurtigt at tilpasse driftsomkostningerne til volumen i omsætningen. Det vil derfor minimere virksomhedens risiko mærkbart, hvis det er muligt for ledelsen at omstrukturere sine aktiviteter således, at andelen af de variable omkostninger bliver forholdsvis større. Mht. den strategiske risiko er det fornuftigt at holde sig fra meget risikofyldte projekter i tiden op til salgsprocessen startes, ligesom det vil være på sin plads at eventuelle projekter med en høj risikoprofil afsluttes. Vurderes en aktivitet til at være særlig risikofyldt i virksomheden, kan outsourcing være en realistisk mulighed. Eller hvis aktiviteten ikke er vital for virksomhedens fortsatte drift, kan nedlæggelse også være en udvej.<sup>113</sup>

En helt praktisk tilgang og som er til at forstå for virksomhedsejeren kunne være at vurdere de fastslåede risici i en skalaform, hvor de forskellige risici kortlægges fra et niveau med lav risiko op til et niveau, hvor risikoen vurderes til at være høj. Altså der skal først foretages en risikovurdering

---

<sup>113</sup> Shapiro & Sheridan (1998) s. 260-264.

af alle virksomhedens aktiviteter. Efter denne vurdering kan man med fordel opstille vejledende handlingsmønstre eller guidelines ved hvert niveau i den vurderede risiko, som skal udføres for at minimere den givne risiko og dermed på sigt den totale risiko - se nedenstående figur 7



Figur 7: Risikoreduktions model

Hvad virksomhedens ledelse ønsker at gøre ved den enkelte risiko, skal sammen med niveauet i risikoen betragtes ud fra en cost/benefit analyse. Det vil jo på ingen måde være fordelagtigt at spendere økonomiske midler, som viser sig ikke at minimere den pågældende risiko proportionalt med værdien af disse midler.<sup>114</sup>

## 6.6 Usikkerhed – som vigtig pris-driver og mulig barriere for et endeligt salg

Vi er af opfattelsen, at der parallelt med risiko er en væsentlig og nært beslægtet *pris*-driver, som i litteraturen meget sjældent ses (eksplicit) omtalt – nemlig usikkerhed. Usikkerhed og risiko er i vores øjne ikke det samme. Når der tales om risiko i en eller anden forstand, så må det være underforstået at der kan identificeres en risiko, dvs. en mulighed for en negativ hændelse som er karakteriseret af en vis grad af sandsynlighed. Usikkerhed derimod opstår når betragteren/køberen ikke kan vurdere risikoen på grund af et ikke-eksisterende, mangelfuldt eller utroværdigt informationsgrundlag.<sup>115</sup> Risiko og risikoaversionen er meget grundlæggende for corporate-finance/værdiansættelse, men der findes også usikkerhedsaversion – som i vores øjne meget vel kan

---

<sup>114</sup> FSR (2005)

<sup>115</sup> Epstein (1999)

være ligeså, og måske endda mere afgørende for om en handel bliver gennemført, og for den endelige prisfastsættelse.<sup>116</sup>

Usikkerhed er ikke en valuedriver i begrebets gængse forstand, da den først bliver en faktor i en konkret forhandlingssituation vedrørende den endelige prisfastsættelse. Niveaue af usikkerhed betyder altså med andre ord ikke noget for den periodemæssige værdiskabelse til ejeren, målt som  $EVA=ROIC-WACC$ .<sup>117</sup> Usikkerhed medtages derfor heller ikke *direkte* i notationen omkring værdiskabelse og indgår heller ikke som en faktor i de forskellige værdiansættelsesmodeller. Men hvor usikkerhed måske ikke en valuedriver, er den så absolut en pris-driver, når der i forhandlingsfasen skal nås til enighed om den endelige pris på virksomheden. Et højt usikkerhedsniveau vil medføre, at køber vil være tøvende, og eventuelt slet ikke tør acceptere og indgå en handel. Det eneste der kan modsvare et højt usikkerhedsniveau er en betydelig forskel mellem den vurderede værdi og den forhandlede salgspris - dvs. en stor rabat. Det må antages, at jo større usikkerhed der er i købers bevidsthed, desto større rabat vil der kræves i forhold til virksomhedens vurderede værdi.<sup>118</sup> Og i visse tilfælde vil usikkerhedsniveauets størrelse formentlig være helt uforenelig med indgåelse af en aftale mellem køber og sælger. Det er derfor oplagt at minimere usikkerheden omkring virksomheden ved tiltag i en salgsmodningsfase.

Revisorfagets eksistens kan man argumentere for bl.a. bør tilskrives menneskers usikkerhedsaversion, og det er derfor heller ikke overraskende, at revisorer i højere grad end corporate finance litteraturen har øje for vigtigheden af denne usikkerhedsaversion, ved f.eks. kraftigt at fremhæve og anbefale dokumentation af arbejdsgange, forretningsgrundlag m.m.<sup>119</sup>. Dokumentation af alle væsentlige faktorer internt og eksternt bør være en vigtig del af en salgsmodningsproces - og hvor troværdigheden af dokumentationen, regnskaber og budgetter m.m. kan højnes ved inddragelse af eksterne aktører, i form af f.eks. erklæringer fra revisor, bør dette naturligvis også gøres. Derudover kan der overvejes om en mulig køber eventuelt kan tilbydes ansættelse i en periode inden overdragelsen, så køber derigennem opnår et større kendskab til virksomhedens forhold og som konsekvens deraf føler mindre usikkerhed. Sidst men ikke mindst er en due-dilligence undersøgelse en oplagt mulighed for at reducere usikkerhed, men en sådan undersøgelse er først aktuel umiddelbart før den endelige overdragelse.

---

<sup>116</sup> Epstein (1999) + [http://www.globalbx.com/sg6\\_preparing-business-for-sale.asp](http://www.globalbx.com/sg6_preparing-business-for-sale.asp), d. 20/6-2005

<sup>117</sup> Usikkerhedsreduktion kan siges at være en valuedriver i forbindelse med børsnoterede selskaber – hvor f.eks. en kommunikationsstrategi formodes at sænke usikkerheden og øge kursen på aktierne. Vestergaard Andersen (2004), s. 201

<sup>118</sup> Epstein (1999) + [http://www.globalbx.com/sg6\\_preparing-business-for-sale.asp](http://www.globalbx.com/sg6_preparing-business-for-sale.asp), d. 20/6-2005

<sup>119</sup> Se f.eks. FRR (2004), s. 6-7, KPMG (2003), s. 16

Usikkerhedsreducerende tiltag i salgsmodningsfasen skal rettes mod den endelige forhandlingsfase mellem køber og sælger. Værdiansættelsen, som efterfølger en salgsmodning, bør ligeledes i vores øjne tilrettelægges ud fra ønsket om at minimere usikkerheden. Vi vender derfor tilbage til usikkerhedsreduktion i forbindelse med vores diskussioner om værdiansættelse og værdiansættelsesmodeller.<sup>120</sup>

### 6.7 Vækst – som vigtig valuedriver

Væksten kan være en helt særlig vigtig valuedriver, da den har en acceleratoreffekt på værdiskabelsen. Dette kan bl.a. beskrives ved hjælp af følgende formel:

$$MVA = \frac{EVA \text{ i DKK p.a.}}{(WACC - \text{vækstprocenten})} \quad , \text{ hvor } MVA = EqC_{MV} - EqC_{BV}$$

Formel 2:

MVA står for **Market Value Added** – og er de årlige EVA'er kapitaliseret med WACC'en minus vækstprocenten, eller den skabte merværdi i forhold til den bogførte egenkapital. Værdien af MVA realiseres ved salg, hvor forskellen mellem egenkapitalens markeds- og bogførte værdi kan opgøres. MVA-betragtninger og optimeringen af denne er således ganske vigtig i en virksomhed, som står overfor et snarligt salg. Som det kan udledes af formlen, så vil en situation hvor EVA i virksomheden er negativ, samtidig med at der er vækst være en meget uheldig cocktail, idet væksten vil accelerere destruktionsen af aktionærværdi. I tilfælde af positiv EVA gælder selvfølgelig samme logik, og vækst vil i et sådant tilfælde have en positiv acceleratoreffekt på værdiskabelsen.<sup>121</sup> Vi har tidligere nævnt, at det nærmere er undtagelsen end reglen, at der er positiv EVA i mindre danske virksomheder. Og man må regne med, at der generelt er et minimumsniveau i vækst i de fleste virksomheder omkring inflationsraten. Man kan så stille noget nær samme spørgsmål som tidligere om, hvordan disse virksomheder kan eksistere i længden, hvis der hele tiden sker en destruktions af aktionærværdi, som et resultat af negativ EVA og oven i købet med en acceleratoreffekt i form af væksten. Det er givet det samme svar, nemlig at virksomhedsejerne i de mindre virksomheder er villige til at acceptere en egenkapitalforrentning, der er mindre end den forrentning de (og/eller markedet) ville ønske.

Men hvis den typiske generationsskiftevirksomhed ofte eller til tider opererer med negativ EVA, er det vigtigt at have kontrol med væksten og evt. forsøge at reducere den – indtil virksomheden igen

---

<sup>120</sup> Den gode værdiansættelse reducerer usikkerheden, igennem bl.a. scenarieanalyser, en høj detaljeringsgrad og gennemsigthed, pædagogisk hensigtsmæssighed, og beregningsgrundlaget troværdighed. Se bl.a. afsnit 7.6.1 frem

<sup>121</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 193-197.

opererer med positiv EVA.<sup>122</sup> I perioder kan det således for visse virksomheder være klogt at undgå vækst, men det bør uanset hvad - være disse virksomheders og virksomhedsmæglerens hovedprioritet at arbejde på at skabe positiv EVA. Et arbejde som med fordel kan tage udgangspunkt i et set-up af ovenstående diskussion om valuedrivers.

### **6.8 Kapitalbehov – mulig barriere for et endeligt salg**

Noget som professionelle købere bestemt ikke ønsker, er aktiviteter som grundlæggende ikke har betydning for virksomhedens primære drift, og som den nuværende ejer f.eks. har kørt som en lille hobbyvirksomhed eller projekt inde i virksomheden. Dette har ingen interesse for potentielle købere og bør sammen med decideret urentable aktiviteter afhændes før en salgsproces igangsættes<sup>123</sup>. Den nuværende ejer skal skære alt unødigt ”fedt” væk, således at virksomhedens kernekompetencer ikke sløres af, for det samlede billede, irrelevante bibeskæftigelseer - og sikre at potentielle købere kan vurdere de økonomiske muligheder i virksomhedens primære drift.

Samtidig med at ”fedtet” skæres væk og den primære drift synliggøres, så sænkes købers kapitalkrav tilsvarende. Generelt set ønsker køber at komme af med så få penge som muligt, og i mange tilfælde vil køberen af den typiske generationsskiftevirksomhed have begrænset kapital at indskyde.<sup>124</sup> Derfor skal køber ud og låne penge, hvilket øger den finansielle risiko og dermed den samlede risiko, idet renterne skal betales uanset driftens situation - hvilket bl.a. kan medføre en risiko for konkurs. Som et led i salgsmodningsprocessen bør det derfor undersøges, om virksomhedsstrukturen er hensigtsmæssig i forbindelse med de eventuelle tiltag som vil kunne lette købers kapitalbehov.

Det er ikke muligt at lave en generel køreplan over, hvordan man bedst letter kapitalbehovet for køber, da hvert enkelt generationsskiftesalg har komplekse problemstillinger som er særegne qua forskellige skattemæssige og selskabstyperelaterede forhold.<sup>125</sup> Dog er det muligt at angive overordnede anvisninger, som det følgende er et sammensurium af.

---

<sup>122</sup> Copeland m.fl. (2000), kap. 4 + Rappaport (1998), kap. 9

<sup>123</sup> DI-aktuelt (2003), s. 20-21.

<sup>124</sup> Nørbjerg (2004)

<sup>125</sup> PWC (2004), s. 32. – se hele publikationen for en redegørelse af disse forhold.

I tilfælde af at der er stor likviditet i virksomheden bør nuværende ejer arrangere store udlodninger eller flytte likviditet væk fra driftsselskabet inden salget, således køber ikke er tvunget til at betale for eventuel over-likviditet i virksomheden.<sup>126</sup>

Hvis det formodes, at køber af virksomheden er en privatperson/arbejdende køber, kan det forventes at fremskaffelse af købesummen vil blive et større problem for køber, end hvis denne var en virksomhed.<sup>127</sup> Et eventuelt frasalg af dele af virksomheden vil gøre, at købers kapitalbehov i sagens natur bliver mindre. Frasalg af dele af virksomheden er således en mulighed for at sænke kapitalbehovet, men selvfølgelig kun i den ustrækning at et sådant frasalg ikke hindrer mulighederne i og kvaliteten af den primære drift. Derudover ønsker køber, som før nævnt, at virksomheden skaber værdi, og hvis det er muligt at mindske kapitalbehovet uden at sænke evnen til indtjening tilsvarende, så vil det altid være en god ting, idet det vil øge værdiskabelsen. Derfor vil det altid være en god ide at vurdere, hvorhenne virksomhedens kapital er bundet – og i hvilket omfang de forskellige kapitalbindingsobjekter skaber værdi, hvilket vi i ovenstående afsnit vedrørende shareholder value og valuedriver konceptet har set nærmere på i forbindelse med implementeringen her af i virksomheden.

Alternative metoder til at sænke købers kapitalbehov, som vil være relevant for mange generationsskiftevirksomheder, er afbetalings-ordninger eller delt ejerskab i en periode. Derudover kan virksomheden sælges mod en løbende ydelse, hvor den endelige købssum er usikker og afhænger af den indtjening, som virksomheden viser sig at genere i fremtiden.<sup>128</sup> En metode som qua dens struktur vil overføre en del af risikoen til sælger, men også en metode som efter vores opfattelse kan være om end meget nyttig hos virksomheder, som umiddelbart vurderet er svære at finde en aftager til. Hvis disse metoder vurderes nødvendige, skal der i salgsmodningsfasen vurderes, hvilket selskabsretlige og skattemæssige konsekvenser dette kan få for sælger – afhængig af bl.a. den valgte virksomhedsstruktur.

## 6.9 Delkonklusion på salgsmodning

Som vi har argumenteret for igennem dette afsnit, så kan en kompetent og effektiv salgsmodningsproces være netop det som gør, at mægler og sælger i sidste ende får en virksomhed

---

<sup>126</sup> Ibid. + CESFO (1999/2)

<sup>127</sup> Nørkjær (2004)

<sup>128</sup> Deloitte (2005) s. 41.

solgt. Salgsmodningsfasen har som mål at maksimere og muliggøre yderligere værdiskabelse. Det er ikke sikkert, at tiltagene umiddelbart vil give en stærk forbedret økonomi, men det vil med stor sikkerhed tydeliggøre virksomhedens potentiale overfor mulige købere.

For en eventuel købers synsvinkel skal der i den givne virksomhed være et udviklingspotentiale, som den nye ejer mener, at han med sin knowhow og specielle kompetencer er i stand til at udnytte således, at virksomheden i fremtiden er i stand til at genere et afkast, som (helst) er højere end det nuværende. Den potentielle nye ejer vil med andre ord se positivt på en virksomhed, hvor han kan på forhånd se områder, hvor der er klare muligheder for at ”trimme” virksomheden til et større afkast. Et givent udviklingspotentiale som den nye ejer også kan bruge som dokumentation overfor eventuelle eksterne finansieringskilder til brug for købet.<sup>129</sup> Som sælger giver ovenstående et mindre dilemma i den forstand, at sælger selvfølgelig skal skabe den bedst mulige økonomiske forretning som basis for salget, men han skal alt andet lige også have for øje, at det kan være vanskeligt for en ny ejer at forbedre en virksomhed, der på alle punkter er ”toptrimmet”.<sup>130</sup> I sandhed en balancegang, men sælger og virksomhedsmægler bør før salgsprocessen indledes nøgternt vurdere den faktuelle situation, før der tages skridt til justering eller udvikling.

Mht. justering og udvikling bør det altoverskyggende paradigme for mægler være værdiskabelse med inspiration og rod i shareholder value filosofien. Som nævnt er det meget afgørende at få et klart overblik over, hvad der skaber værdi – virksomhedens valuedrivers. Virksomhedsmægler og ledelsen, skal endvidere via analyse have kortlagt hvilke af disse valuedrivers, som har størst betydning for værdiskabelsen og komme til en forståelse for, hvordan de afgørende valuedrivers kan optimeres. Vi har redegjort for, hvordan mægler bør tage udgangspunkt i EVA, ROIC og WACC. Derudover har vi skitseret et par andre væsentlige valuedrivers, vækst og risiko, som hvis ikke tages hånd om med stor bevågenhed og kompetence, kan have uheldige konsekvenser for den typiske generationsskiftevirksomhed. Vi har ydermere redegjort for, hvordan begrebet usikkerhed kan være en undervurderet barriere for salg og et betydningsfuldt tema i forhandlingssituationen, som ikke synes at have megen fokus i corporate finance litteraturen i al almindelighed. Endelig har vi givet nogle overordnede retningslinjer til, hvordan man fra sælgers side kan minimere købers kapitalbehov.

---

<sup>129</sup> Deloitte (2000), s. 14-16.

<sup>130</sup> Ibid.

## 7.0 Værdiansættelse

Den strategiske analyse, som beskrevet i kap. 5 er som nævnt fundamentet for værdiansættelse, da det er den strategiske analyse som sætter virksomhedsmægler i stand til at foretage vurderinger af virksomhedens fremtid. Budgettet skal ses som den naturlige forlængelse af den strategiske analyse, og handler om at nedfælde vurderingen af den mest sandsynlige udvikling - i form af forventede regnskabstal.

## 7.1 Budgettering og scenarieanalyser

Budgettet er det som modellerne værdiansætter, og en professionel og grundig budgettering er derfor ligeså vigtig som den foregående strategiske analyse. De forskellige værdiansættelsesmodeller der præsenteres og diskuteres i de følgende afsnit, kræver individuelle tilpasninger, overvejelser og særkrav - som løbende vil blive påpeget. Dette overordnede afsnit om budgettering er derfor hovedsageligt medtaget for at afspejle strukturen i værdiansættelsen – og for at introducere visse generelle retningslinier.

Nedenstående figur afspejler vores opfattelse af budgetteringsprocessen, og som det ses tager budgettet sit udgangspunkt i de historiske præstationer og den strategiske analyse.





*Figur 8: Strukturen i budgetprocessen. Egen tilvirkning baseret på Schack (2002), s. 235*

De forventede ændringer i relevante eksterne og interne forhold, sammenholdt med virksomhedens gældende strategi og regnskabsmæssige udgangspunkt, omsættes til ændringer i virksomhedens lønsomhedsmønster/valuedrivers - og endelige budgetter.<sup>131</sup>

Budgettet ved en forsvarlig værdiansættelse bør indeholde en resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse, som naturligvis skal være internt konsistente, dvs. stemme overens indbyrdes - og fra periode til periode<sup>132</sup>. Revisionsvejledning nr. 16 indeholder retningslinier, som revisor skal påse overholdt ved gennemgang af og afgivelse af erklæring på budgetter. - Disse retningslinjer kan i vores øjne med fordel overføres til at være en grundlæggende checkliste for ”den gode” virksomhedsmæglers udarbejdelse af budgetter til brug for værdiansættelsen:

- 1) Budgettet skal indeholde de oplysninger, der er nødvendige til en selvstændig bedømmelse af virksomhedens forventede udvikling.
- 2) De oplysninger og forudsætninger, der ligger til grund for budgettet skal være relevante og aktuelle.
- 3) Der skal være kontinuitet
- 4) Den rent talmæssige behandling skal være korrekt, og budgetternes indre sammenhæng skal være i orden.
- 5) Antagelserne om de fremtidige begivenheder (budgetforudsætninger) skal være præcise og oplyst i budgettet.
- 6) Forudsætningerne er velbegrundede og skal befinde sig indenfor kendte eller planlagte kapacitetsrammer.
- 7) Der skal være overensstemmelse mellem budget og handlingsprogram (strategi)
- 8) Budgettet skal omtale det budgetterede resultat og den budgetterede økonomiske stilling, herunder ledelsens vurdering af mulighederne for budgettets opfyldelse.<sup>133</sup>

I praksis er der forskellige metoder til at opbygge et budget, men vi mener at det er mest hensigtsmæssigt, at budgettet bliver til ud fra et valuedriver-setup.<sup>134</sup> Dermed mener vi, at de

---

<sup>131</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 14-16, 25

<sup>132</sup> Petersen & Plenborg (2003)

<sup>133</sup> Schack (2002), s. 240-243 + Revisionsvejledning nr. 16

væsentligste valuedrivers, identificeret igennem den strategiske analyse & regnskabsanalysen, styrer budgettet ud fra den mest realistiske vurdering af deres udvikling. Udviklingen mht. de væsentligste valuedrivers er m.a.o. budgettets forudsætninger, og de øvrige mindre vigtige variable er som udgangspunkt gjort afhængige af disse væsentligste valuedrivers.

Som et eksempel kan omsætningen alene være et budgets hovedvaluedriver<sup>135</sup> - men såfremt det vurderes, at øvrige væsentlige valuedrivers, såsom f.eks. de variable omkostninger, udvikler sig relativt i forhold til omsætningen, så skal disses udvikling naturligvis medtages i budgettets forudsætninger.<sup>136</sup> For at sikre den interne konsistens er det en god idé (eller en nødvendighed) at udføre budgetteringen i et regnearksprogram, hvor alle forudsætningerne omkring den fremtidige udvikling for valuedrivers samles og præsenteres i et enkelt regneark - og leverer et samlet lønsomhedsmønster, som vist i bilag B. Dette forudsætningsregneark styrer udviklingen i resultatopgørelse, balancen, pengestrømsopgørelsen og beregning af frie cash flows.<sup>137</sup>

Pkt. 3 og 4 bliver således afhængige af regnearkets kvalitet og brugeren af regnearket, hvilket i praksis har vist sig som et problem i forbindelse med værdiansættelse. Der er dog ikke noget seriøst alternativ til at udføre budgetteringen vha. regneark, så indsatsen bør fokuseres på at sikre at fejl i regneark opdages, forhindres – eller i det mindste minimere eventuelle fejls konsekvens.<sup>138</sup>

At samle forudsætningerne bag budgettet i et enkelt regneark, er det mest hensigtsmæssige set i forhold til pkt. 5, men derudover bør alle relevante forudsætninger dog formentlig også fremstilles i punktform og som almindelig tekst - for yderligere at hjælpe køber og sælger med at skabe et overblik. Overblikket, som gives ved at samle forudsætningerne i et enkelt regneark og ved at liste forudsætningerne i punktform, kan/skal bl.a. være tilstrækkelig til, at køber kan vurdere om udviklingen og forudsætningerne hænger sammen med kapacitetsrammerne (pkt. 6), som bl.a. selvfølgelig afhænger meget af de planlagte og indregnede re- og nyinvesteringer. Dette punkt er særligt vigtigt, idet det er en oplagt og ikke-sjældent ”fejl”, at den foretagne værdiansættelse bygger på et lavt investeringsniveau i forhold til den indregnede vækst og inflation m.m. – Og jo tydeligere forudsætningerne bag budgettet fremstår, desto mindre usikkerhed må køber formodes at tillægge det konkrete budget.

---

<sup>134</sup> På baggrund af bl.a. Plenborg og Vestergaard Andersen

<sup>135</sup> Demand Driven forecast. Copeland m.fl. (2000), s. 240 + Plenborg (2000 C)

<sup>136</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 270

<sup>137</sup> Vestergaard Andersen (2004), tabel 4 og 26

<sup>138</sup> Hansen, Lejre & Plenborg (2003)

Som det ses af Bilag B giver det samlede forudsætningsark et klart og gennemsigtigt overblik over investeringernes størrelse, men derudover kan investeringerne og deres betydning også synliggøres på andre måder, som vi vil gå i dybden med i forbindelse med DCF-modellen.<sup>139</sup> Investeringerne skal naturligvis have den nødvendige størrelse for at muliggøre realiseringen af den handlingsplan/strategi - som er indbygget (implicit) i den udvikling som budgettet indikerer, jf. pkt. 7.

I forbindelse med budgettering er der en række væsentlige forudsætninger, som skal vurderes og beregnes forud for værdiansættelsen, men som nødvendigvis skal diskuteres i forbindelse med de enkelte værdiansættelsesmodeller. Særligt vigtige faktorer er kapitalomkostningernes størrelse og eventuelle udvikling, budgetperiodens længde og eventuelle ”opdeling”, og virksomhedens levetid m.fl. – ligesom de enkelte modeller kræver særskilte opdelinger og beregninger, hvilket vi løbende introducerer. Derudover udsætter vi en række principielle diskussioner omkring f.eks. vækst og værdiskabelse, med betydning for den langsigtede budgettering, til senere behandling sammen med værdiansættelsesmodellerne.<sup>140</sup>

### **Scenario- og følsomhedsanalyser**

I forlængelse af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, skal virksomhedsmægler som beskrevet ovenfor udarbejde budgettet på baggrund af vedkommendes saglige vurdering af den mest sandsynlige udvikling. – Men der er naturligvis blot tale om en vurdering, og en sådan vil altid være behæftet med usikkerhed. De makroøkonomiske forhold kan f.eks. udvikle sig anderledes end forventet, hvilket for mange virksomheder vil have stor betydning på væksten. Derfor er scenarianalyser, i forbindelse med en værdiansættelse, et helt uundværligt redskab til at illustrere konsekvenserne af ændrede/bristede forudsætninger på værdien, værdiskabelsen og levedygtigheden af en virksomhed.<sup>141</sup>

Som nævnt mener vi at det er nødvendigt eller i det mindste stærkt anbefalelsesværdigt, at benytte sig af et regnearksprogram, hvor alle forudsætningerne og de vigtigste valuedrivers præsenteres samlet i et enkelt ark - som styrer de konkrete budgetter og beregninger i de øvrige ark. Hensigtsmæssigheden af dette ses særligt tydeligt i forbindelse med følsomhedsanalyser, hvor

---

<sup>139</sup> Vestergaard Andersen (2004)

<sup>140</sup> Vi undlader endvidere at gå i dybden med tekniske detaljer, såsom f.eks. hvordan budgettet/regnskaber skal renses for løn til ejer, og justeres så lønninger og aftaler m.m. afspejler markedsmæssige forhold. Denne justering bør gøres uanset hvilken model der benyttes. – Disse detaljer er selvfølgelig nødvendige at kende, forud for en værdiansættelse af den typiske generationsskiftevirksomhed, men vi ønsker som nævnt i metodeafsnittet at bevæge os på et højere teoretisk abstraktionsniveau.

<sup>141</sup> Revisionsvejledning nr. 16, kræver ligeledes at revisor påser, at betydningen af ændrede/bristede forudsætninger er undersøgt. Kilde: Revisionsvejledning nr. 16

mange forskellige forudsætninger, enkeltvis eller flere af gangen, ændres for at synliggøre konsekvenserne. Hvis budgettet ikke er centralt styret af et forudsætningsark, bliver opgaven for det første fuldkommen uoverskuelig og for det andet øges risikoen for fejl, hvor f.eks. ændringerne ikke bliver indregnet i alle budgettets detaljer og derfor medfører inkonsistens.<sup>142</sup>

I praksis kan det både være ønskværdigt at undersøge, hvordan ændringer i (en række) enkeltforudsætninger kan påvirke værdiestimatet (følsomhedsanalyse), eller hvordan ændringer af en samling forudsætninger simultant påvirker værdiestimatet. Sidstnævnte benævnes scenarieanalyse, og der vil typisk (fra især køber) være et ønske om, at få forelagt konsekvenserne af både det mest optimistiske og det mest pessimistiske scenarium - f.eks. med udgangspunkt i at samfundsøkonomien og efterspørgslen udvikler sig anderledes end forudsat i basisbudgettet.<sup>143 144</sup>

Følsomhedsanalyser af variation mht. enkeltforudsætninger kan være med til at belyse konsekvenserne af de antagelser og vurderinger, der ligger til grund for det værdiestimat som virksomhedsmægler har præsenteret køber og sælger for. Det synes oplagt at foretage følsomhedsanalyser på de vurderinger der findes i basisbudgettet – mht. udviklingen i virksomhedens *væsentligste valuedrivers*, som f.eks. kan være omsætning, variable omkostninger, varelagerets omsætningshastighed, valutakurser og eksportomsætning, etc.

Følsomhedsanalyser og scenarieanalyser, mener vi kan være helt afgørende i værdiansættelsens tredje og sidste fase, dvs. forhandlingerne mellem køber og sælger, særligt i forbindelse med at imødegå købers *usikkerhedsaversion*. Scenarie- og følsomhedsanalyse tydeliggør de forskellige forudsætningers konsekvenser og betydning for værdiestimatet, og er en hjælp til køber i dennes naturlige bestræbelser på bedst muligt at vurdere risikoen ved at påtage sig ejerskab af virksomheden – og ikke mindst de konsekvenser, som virksomhedsmæglerens eventuelle fejlvurdering af forudsætninger, måtte have på værdiestimatet. For yderligere at reducere usikkerheden kan en uafhængig revisor med fordel inddrages i et eller andet omfang, i forbindelse med afgivelse af en erklæring - i overensstemmelse med revisionsvejledning nr. 16.<sup>145</sup>

Som beskrevet i afsnit 6.6 mener vi, at reduktionen af den usikkerhed som køber (og til dels også sælger) føler bør være en absolut topprioritet for den gode værdiansættelse, idet usikkerhed måske i højere grad end risiko er en ”deal-breaker”. En høj risiko kan være acceptabel, hvis det tilhørende

---

<sup>142</sup> Hansen, Lejre og Plenborg (2003). En ændring i f.eks. omsætning medfører helt automatisk ændringer i en lang række faktorer, f.eks. variable omkostninger, kapitalstruktur/bindinger og omkostninger, osv.

<sup>143</sup> Soffer & Soffer (2003), s. 236-243

<sup>144</sup> Ligeledes skal revisor påse at præsentationen ikke er vildledende, herunder at både positive og negative ændringer i forudsætninger er undersøgt og medtaget. Kilde: Revisionsvejledning nr. 16

<sup>145</sup> Det er tænkeligt at revisor kun kan afgive en erklæring for en kortere periode, f.eks. 5 år, såfremt grundlaget for en længere periode vurderes som værende for usikkert. Kilde: PWC (2005), s. 119-120

afkast er i proportion hermed, mens en høj usikkerhed meget vel kan betyde at køber føler at risikoen ikke kan vurderes - og derfor ikke kan sammenlignes med et vurderet afkast - som jo i øvrigt ligeledes kan/vil være behæftet med en høj usikkerhed.

For at budgetterne og scenarieanalyser skal kunne bruges meningsfyldt kræver det naturligvis, at der bliver udregnet et egentligt værdiestimat, som opsummerer og afspejler den værdi som budgettet indebærer ud fra de givne forudsætninger. I de følgende afsnit vil vi se på værdiestimatet - og på de forskellige modeller der beregner dette estimat.

## **7.2 Værdiansættelsen og værdiansættelsesmodellerne**

I forrige afsnit beskrev vi, hvordan budgettering bygger videre på den strategiske analyse og fik vist de overvejelser en virksomhedsmægler bør gøre sig i forbindelse med den gode budgettering. I det her afsnit vil vi diskutere de forskellige værdiansættelsesmodeller, ud fra ønsket om at afdække deres styrker, svagheder og mangler. Spørgsmålet er, om visse værdiansættelsesmodeller er bedre end andre i bestræbelserne på at finde den rigtige salgspris - og i bestræbelserne på at skabe enighed mellem køber og sælger om, at det virkelig er den rigtige pris.

### **7.2.1 Den rigtige pris**

Indledningsvis synes det nødvendigt med nogle overvejelser omkring, hvordan pris og værdi-begrebet hænger sammen. Pris og værdi er ikke nødvendigvis det samme, eller er det faktisk sjældent. Prisen ved vi alle hænger sammen med udbud og efterspørgsel, mens økonomisk teori definerer en ressourcess værdi, som værdien af de fremtidige fordele der som resultat af ejerskab kan forventes at tilflyde én i ressourcens levetid. Pris kan observeres ude i den virkelige verden, hver gang en handel har fundet sted mellem 2 uafhængige parter, mens værdi kun kan estimeres ud fra overvejelser omkring de fremtidige fordeles størrelse, og den risiko og nutidsværdi der er knyttet til disse fremtidige fordele/afkast.<sup>146</sup> Når man køber noget betaler man en pris og modtager en værdi, og eftersom man ofte hører om gode og dårlige handler, så er det klart at værdi og pris ikke nødvendigvis er det samme. – For sælger bliver værdien det samme som prisen, i det øjeblik vedkommende accepterer handlen, men indtil det øjeblik kunne værdien af ressourcen sagtens have været meget anderledes.

---

<sup>146</sup> Stickney m.fl (2004), s. 808 f.

Der kan, for os, dog ikke være nogen tvivl om, at pris også afhænger af de fremtidige fordeles estimerede værdi. Dvs. at prisen findes, ud fra en estimeret værdi – og en konkret forhandlingsfaktor, som vi i det videre vil kalde et konkret forhold mellem udbud og efterspørgsel<sup>147</sup>. Sammenhængen mener vi må være logisk, men skal dog ikke fortolkes så håndfast, så at det ligefrem forsøges at udregne den ”rigtige” pris. Forhandlings-faktoren og værdiestimatet kan i øvrigt blive delvist inkorporeret i hinanden, hvis virksomhedsmægler indgår i dialog med køber og sælger i forbindelse med at fastlægge et værdiestimat.

Men på baggrund af disse tanker har vi forsøgt at afbillede sammenhængen som en ligning, der dog som nævnt kun foreslås benyttet til illustration af en pointe. Vi har kun formået at finde et enkelt lignende forsøg – hvor sammenhængen vælges illustreret ved addition snarere end multiplikation<sup>148</sup>. Men vi kan dog finde belæg for den nævnte sammenhæng flere steder, selvom det generelt er en pointe, som efter vores mening ikke ses tilstrækkeligt gengivet i litteraturen.<sup>149</sup>

$\text{Pris} = \text{værdiestimat} \times \text{udbud/efterspørgsel}$ $\text{Den rigtige pris} = \text{det bedst mulige værdiestimat} \times \text{udbud/efterspørgsel}$
--

Figur 9: Skitseret sammenhæng mellem pris og værdi.

Ud fra ligningen kunne der sagtens spekuleres i yderligere sammenhænge, såsom at lille efterspørgsel og stort udbud vil resultere i små priser relativt til den estimerede (fundamentale/intrinsic) værdi af en virksomhed. – Hvilket synes logisk, om end dog uheldigt for sælger, idet han dermed ikke får en betaling der synes at matche virksomhedens fundamentale værdi. Generationsskifteproblematikken kan som tidligere beskrevet, generelt siges at være karakteriseret ved et forudsigeligt stort udbud sammenholdt med formodet faldende efterspørgsel.<sup>150</sup> Og vi har tidligere spekuleret i og argumenteret for, at både forhold ang. udbud og efterspørgsel, såvel som forhold ang. værdiansættelsen og værdiestimatet, kan være årsag til, at handler ikke vil blive gennemført.

Den rigtige pris i figur 9, ofte kaldes markedsværdien<sup>151</sup>, er den pris 2 uafhængige parter i en forhandlingssituation (muligvis) bliver enige om på baggrund af det bedst mulige estimat af

---

<sup>147</sup> Der kommer til udtryk i en konkret forhandling/købesituation ud fra de virksomhedsspecifikke forhold, herunder f.eks. det specifikke **usikkerhedsniveau** som det vurderes af køber, sælgers krav til betaling/udbetaling, sælgers behov for at få virksomheden solgt, antal mulige købere m.m.

<sup>148</sup> Sinkin, Joel, “Price equals value plus terms”, <http://www.aicpa.org/pubs/jofa/dec2004/sinkin.htm>, d. 1/7-2005

<sup>149</sup> Stickney m.fl (2004), s. 808 f. + s. 913-916 + <http://www.angelscorner.com/articles/valuation.htm>, d. 28/6-2005

<sup>150</sup> Se bl.a. afsnit 3.1 og 3.3

<sup>151</sup> Pris kan kun antages at være lig med en *beregnet* markedsværdi under visse forudsætninger, herunder perfekte og 100 % effektive markeder m.m. <http://www.angelscorner.com/articles/valuation.htm>, d. 28/6-2005

værdien. Dermed har vi også vist at **dét at finde den rigtige pris (i princippet) kun kan lade sig gøre på baggrund af det bedst mulige estimat af værdien** – hvilken netop er det vi skal bruge værdiansættelsesmodellerne til.

I en udgivelse fra Dansk Industri skrives der, som svar på indgangsspørgsmålet; ”Hvad er virksomhedens værdi?” - ”*Det er ikke muligt at beregne en pris på virksomheden, der er den ”rigtige” værdi. En beregnet værdi vil afhænge af de vurderinger og forudsætninger, som er nødvendige at foretage ved enhver beregningsmetode*”.<sup>152</sup>

Citatet rummer flere interessante ting. Først og fremmest synes pris- og værdibegrebet at blive benyttet i flæng, men det er delvist forståeligt da første del af citatet eventuelt kan læses som en konstatering af, at det ikke muligt at beregne markedsværdien for virksomheden. Men ser man de 2 linier i sammenhæng synes meningen også at være, at der ikke er muligt at beregne et ”rigtigt” værdiestimat.

Vi mener ligesom visse teoretikere, at såfremt det antages, at en virksomhedsmægler stillet overfor en konkret virksomhed, køber og sælger, er i stand til at foretage saglige vurderinger<sup>153</sup> - så bør det være muligt at beregne et *korrekt* værdiestimat<sup>154</sup>. Javist, der skal foretages visse valg ang. forudsætninger etc., men forudsætningerne og dermed også de(-n) valgte model(-ler) bør være dem som passer (bedst muligt) på virksomheden og køber. Vurderingerne om fremtiden bør ligeledes være de samme, uanset hvilken model der ligges til grund. Den teoretisk rigtige værdi, eller som benævnt i figur 9, det bedst mulige værdiestimat, vil være en saglig/objektiv vurderet værdi af virksomheden - baseret på dennes fremtidige indtjening. Men det kan måske stadig være tilrådeligt at benytte flere modeller, hvis f.eks. ingen af modellerne er i stand til at beregne en teoretisk korrekt værdi - eller hvis modellerne har andre styrker og svagheder i forbindelse med værdiansættelse.

### 7.2.2 Den (teoretisk) rigtige værdi

Værdien af ethvert gode eller aktiv kan ifølge almen økonomisk teori beregnes på grundlag af de forventede fremtidige fordele, som ressourcen kaster af sig igennem dets levetid. Derfor synes der også at være bred enighed om, at en virksomhed eller aktie i teorien bør værdisættes udfra de fremtidige fordele der tilflyder ejeren. Hvis der er en risiko forbundet med disse fremtidige fordele/afkast, så skal disse afkast diskonteres med en faktor som afspejler disse risici. Inflation er

---

<sup>152</sup> DI-Aktuelt (2003), s. 55

<sup>153</sup> F.eks. vurdering af fremtidige afkast, en forventet levetid, og en passende risikojusteret diskonteringsfaktor

<sup>154</sup> Stickney m.fl (2004), s. 808 f.

en af de faktorer, der kan gøre fremtidig afkast mindre værd, og den rigtige værdi er derfor en risikojusteret nutidsværdi af de fremtidige afkast.

Hvis en virksomhed forventes at leve i n-antal år, så vil nutidsværdien af virksomheden kunne beregnes til at være:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Forventede fremtidige afkast}_t}{(1 + \text{diskonteringsfaktor})^t}$$

Formel 3:<sup>155</sup>

Ud fra denne simple formel ses det, at det grundlæggende er vurderingen af 3 faktorer der afgør, hvad værdien er for et pågældende aktiv eller en virksomhed; henholdsvis forventede fremtidige afkast, en risikojusteret diskonteringsfaktor og levetiden. Den foregående strategiske analyse og budgetteringsfase bør have muliggjort en kvalificeret vurdering af disse størrelser.

### 7.3 De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller

De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, dvs. f.eks. dividende-, cashflow-, EVA- og RI-modellerne tager alle udgangspunkt i en teoretisk korrekt fremgangsmåde, men benytter forskellige mål for de fremtidige afkast og derfor også forskellige diskonteringsfaktorer, der matcher de forskellige mål for afkast.

Dividendemodellen (DDM) nævnes ofte som den teoretisk mest korrekte model for værdiansættelse, idet den årlige dividende sammen med en eventuel realisationsdividende<sup>156</sup> grundlæggende er den type afkast, som en investor/ejer kan forvente sig på baggrund af ejerskab af en aktie eller virksomhed. Der findes forskellige typer af dividendemodeller, men de har et fælles problem - nemlig at værdiansættelsen kræver forudsigelser af dividender mange år ud i fremtiden samt af en eventuel realisationsdividende. Og dividender/udbytter er ikke nemme at forudsige, da de afhænger af udbyttepolitik snarere end virksomhedens aktuelle præstationer og værdi.<sup>157</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1 + r_E)^t}$$

Formel 4: Den generelle dividendemodell uden vækst

$P_0$  = estimeret nutidsværdi af egenkapital,  $DPS_t$  = dividende i år t,  $r_E$  = egenkapitalens afkastkrav

Dividendemodellen måler således på distributionen af værdi tilbage til ejerne, hvilket nødvendiggør at de periodiske dividender forudsiges helt til virksomhedens ophør, såfremt modellen skal kunne

---

<sup>155</sup> Ibid.

<sup>156</sup> Alternativt salgsprisen, såfremt aktien eller virksomhed ikke beholdes til udløb.

<sup>157</sup> Penman (1992) + Plenborg (2000 A)



give et estimat af en virksomheds værdi. Dette fastslås også af Miller-Modiglianis dividendeirrelevans proposition fra 1961<sup>158</sup>. Virksomheden kunne jo f.eks. vælge ikke at uddele dividende i en årrække, for i stedet at benytte ressourcerne til konsolidering eller til at selvfinansiere en evt. vækst. - Dividendegåden, som formuleret af Stephen Penman, fanger denne problematik.

*"..price is based on future dividends, but observed dividends tell us nothing about price"<sup>159</sup>.*

### Cashflow modeller

Ligesom der findes forskellige varianter af dividende modellen, så findes der forskellige varianter af cashflow modeller, hvoraf de mest kendte er FTE<sup>160</sup>-, APV-, og DCF-modellen<sup>161</sup>. DCF-modellen synes at være klart den mest udbredte, hvorfor det også er den, som vi vil fokusere på<sup>162</sup>. Modsat dividendemodeller, der som nævnt måler værdien af virksomheden ud fra forventet distribution af værdi tilbage til ejerne, så måler cashflow-modellerne værdien af virksomheden ud fra størrelsen af den budgetterede årlige *udbyttekapacitet* til ejere og långivere - eller alternativt kun til ejerne<sup>163</sup>. Udbyttekapaciteten er de årlige frie cashflows som virksomheden skaber, og som frit kan benyttes til udlodning. Det der således måles på, er den mulige årlige distribution af værdi til ejer og evt. långiver, hvilket igen nødvendiggør at den årlige udbyttekapacitet (frit cash-flow) budgetteres helt frem til virksomhedens ophør for at estimere virksomhedens værdi - teoretisk korrekt. De forskellige cashflow-modeller bruger forskellige typer cashflows, henholdsvis ugearet og gearret<sup>164</sup>, der diskonteres med de respektive og relevante risikojusterede kapitalomkostninger. De forskellige modeller bygger endvidere på forskellige forudsætninger omkring kapitalstrukturen, henholdsvis at gearingen eller den absolutte gæld er kendt og konstant.

### 7.4 DCF-modellen

DCF-modellen kan, under forudsætning af at al overskydende likviditet investeres i projekter med NPV=0, udledes fra DDM modellen. Kernen i DCF-modellen er at de ugearede cash-flows (FCF)

---

<sup>158</sup> Miller & Modigliani (1961)

<sup>159</sup> Penman (1992)

<sup>160</sup> Også til tider benævnt FCFE-metoden. <http://faculty-staff.ou.edu/L/Lawrence.W.Licon-1/5043Lecture8.doc>, 10/9-05

<sup>161</sup> Vi kalder WACC-metoden for DCF-modellen. DCF står for discounted cash-flow og kunne således med rette også tilknyttes APV- og FTE-metoden, idet disse metoder også diskonterer cash-flow. Normalt tænkes der dog på WACC-metoden, når DCF-modellen nævnes.

<sup>162</sup> Holm, Petersen & Plenborg (2005) + Copeland m.fl. (2000), s. 131

<sup>163</sup> Stickney m.fl (2004), s. 809-811

<sup>164</sup> Cash-flows skal passe og beregnes specifikt til den type model der benyttes. FTE- og APV-metoderne bruger begge gearret cashflow, men disse skal beregnes særskilt - afhængig hvilken model der benyttes til diskontering. Vestergaard Andersen (2004), s. 104 (tabel 19)

kapitaliseres til nutidsværdi vha. en samhörig diskonteringsfaktor, WACC, som afspejler de risikostregerede kapitalomkostninger forbundet med egen- og fremmedkapitalen.

$$EV = EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Formel 5:

EV = EV<sub>0</sub> = enterprise value = estimeret nutidsværdi af virksomheden (både egenkapital og rentebærende gæld)

FCF<sub>t</sub> = frit ugearet cash-flow til selskabet (både til ejere og långivere) i år t

WACC = Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

DCF-modellen beregner således virksomhedens værdi ud fra en ejer- og långiver synsvinkel, og en åbenlys fordel ved det er, at det ikke er nødvendigt at kende rentekomkostningerne for de enkelte år, for at kunne beregne FCF. – De frie cash-flows (FCF), WACC'en og levetiden er de grundlæggende elementer der skal vurderes for at beregne virksomhedens nutidsværdi.

FCF skal forstås som den mulige udlodning til ejere og långivere efter, at der er betalt skat af EBIT (ordinært overskud) og *fratrasket de nødvendige vækstinvesteringer i arbejdskapitalen*<sup>165</sup> (NWC), *reinvesteringer og nyinvesteringer – således at udlodningen ikke hæmmer virksomhedens fremtidige indtjening og vækst.*

Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger hindrer ikke denne mulige udlodning, så disse skal tillægges EBIT, da de på et tidligere tidspunkt blev fratrukket. Endvidere er FCF eksklusiv finansielle ind- og udbetalinger og ændringer i den rentebærende gæld, da disse ikke hidrører fra driften og da FCF er ugearet.<sup>166</sup>

Som nævnt er det en forudsætning for udledning af FCF-modellen, at al overskydende likviditet<sup>167</sup> enten udloddes eller investeres i projekter med en nettonutidsværdi lig med nul. Dvs. at afkast på investeringer lavet med overskydende cashflow, skal være lig med afkastkravet (ROIC=WACC). Denne forudsætning diskuterer vi nærmere senere i projektet.

#### 7.4.1 De frie cash-flows

Vurderingen og budgetteringen af de frie cash-flows er selvsagt måske det mest betydningsfulde arbejde ved en DCF-model, og kvaliteten af den forudgående strategiske analyse er altafgørende. De nødvendige investeringer og de dertil hørende kapitalbindinger ses umiddelbart at være en

---

<sup>165</sup> Hvis der ikke er vækst, og/eller bindinger i arbejdskapitalen vurderes at blive mindre, skal ændringen naturligvis tillægges.

<sup>166</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 243-249. – For en mere udførlig beskrivelse af fremgangsmåde ved beregningen se ligeledes foranstående note.

<sup>167</sup> Overskydende likviditet er her forskellen mellem mulig udlodning (FCF) og den faktiske udlodning (udbytte+renter)

meget vigtig del af beregningen, og et nøje kendskab til virksomheden er påkrævet for at kunne udtale sig om disse størrelser, og om hvorvidt investeringen f.eks. skal foretages i år 2 eller år 5. - Blandt andet derfor synes det vanskeligere at budgettere gode/rigtige estimater for cash-flows over en årrække, end de tilsvarende vanskeligheder ved at budgettere regnskabsmæssige overskud, hvor investeringerne, vha. afskrivninger, fordeles jævnt over perioden. Derudover er der jo tradition for at økonomistyring, budgettering og regnskabsaflæggelse bliver tilrettelagt med fokus på regnskabsmæssige overskud snarere end cash-flow. Og som bekendt er det langt fra alle virksomheder/selskaber der er pålagt at udarbejde en pengestrømsopgørelse, hvilket måske også kan være et problem i forbindelse med at få et historisk overblik over frie cash-flows. – Visse ting kan dog lette arbejdet betydeligt. Hvis virksomhedsmægleren allerede har været tilknyttet virksomheden i salgsmodningsfasen har han måske allerede igennem en længerevarende periode haft fokus på at klarlægge og måle det frie cash-flows relation til virksomhedens underliggende valuedrivers.

Hvad skaber cash-flow? Hvad binder cash-flow? – og i hvilket omfang? Det er relevante spørgsmål for virksomhedsmægleren i forbindelse med en budgetterings-fase - ligesom virksomheden forhåbentlig allerede kender svarerne på disse spørgsmål. Væksten er en af de kritiske faktorer, både fordi vækst er positiv (hvis virksomheden skaber værdi), men også fordi vækst uundgåeligt binder cash-flow i NWC - der så senere frigøres i takt med en normalisering. Investeringer binder ligeledes cashflow, der senere kommer igen og forhåbentligt mere til - fordelt udover investeringens levetid. Men af ovennævnte årsager er det naturligt, at en periode med vækst og nye investeringer er præget af forholdsvis lave frie cash-flows, selvom det ordinære resultat (EBIT) er stigende. Generelt må det antages, at ny- og reinvesteringer over en vis periode mindst skal svare til afskrivningerne, ligesom det er et fundamentalt princip, at investeringer/aktivmassen på langt sigt skal stige med samme vækstrate som omsætningen.<sup>168</sup>

En hovedopgave for virksomhedsmægleren er selvfølgelig altid at sørge for at resultatopgørelsen, balance, og pengestrømsanalyse er konsistente og sammenhængene – i budgetteringsperioden såvel som historisk, for at sikre at de frie cashflows udledes på baggrund af pålidelige data. Den konkrete fremgangsmåde bør derfor være, at virksomhedsmægler skaffer/udarbejder detaljerede regnskaber (resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse) for den historiske referenceperiode. Disse historiske regnskaber sammenholdes med vurderingen af den mest realistiske udvikling, som afdækket i den strategiske analyse - og herudfra udarbejdes detaljerede resultatopgørelser, balancer

---

<sup>168</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 22

og pengestrømsopgørelser for fremtiden<sup>169</sup>. Ud fra disse almindelige og konsistente regnskabsopgørelser, og med hensyntagen til de påkrævede investeringer m.m. - kan FCF så udregnes for de kommende år.<sup>170</sup> Dette synes at være fornuftigt, og alment anbefalet som god skik af de fleste fagfolk<sup>171</sup>. – Visse teoretikere så som Alfred Rappaport og Soffer & Soffer foreslår dog at FCF i budgetperioden beregnes med udgangspunkt i multipler (valuedriver sammenhænge) beregnet ud fra historisk analyse og evt. forfinet via virksomhedsanalyse – hvorefter analytikerens forventninger til fremtidig omsætning direkte kan føre til udledningen af FCF.<sup>172</sup> Denne metode, mener vi, er dog kun er behørig, hvis man står som udenforstående analytiker og derfor ikke har kontakt til, og et aktivt samarbejde med virksomheden.

#### 7.4.2 Levetiden

Som skrevet er virksomhedens levetid en af de faktorer, der skal vurderes korrekt for, at DCF-modellen giver et teoretisk korrekt værdiestimat. Det er som oftest en næsten umulig opgave, hvis virksomheden er en sund og levedygtig virksomhed i salgsøjeblikket, og derfor kan man vælge at sætte virksomhedens levetid til uendelig, hvilket bl.a. ses i forbindelse med børsintroduktioner. Det lyder ikke logisk, og er det heller ikke, idet ingen virksomhed kan forventes at overleve i uendelighed. Til gengæld skal det siges, at pga. nutidsværdien udgør et enkelt års cash-flow om 100 år typisk under 0,1 % af virksomhedsværdien<sup>173</sup>. Alligevel bør der foretages en kritisk vurdering baseret på den konkrete virksomhed, branche etc. og virkeligheden generelt. Men hvis virksomheden forventes at eksistere i en vis periode, så er næste problem at budgettere cash-flows i denne.

#### 7.4.3 Budget- og terminalperioden

Den teoretiske korrekte måde er som udgangspunkt, at virksomhedsmægleren laver et eksplicit budget for hele perioden, og derudfra beregner værdien af virksomheden ud fra ovenstående formel 5.<sup>174</sup> I praksis laves der i stedet ofte en simplificerende antagelse, hvor det antages at virksomheden efter en eksplicit budgetperiode (på typisk 5-10 år) når et såkaldt steady-state, hvorefter de frie cash-flows vokser konstant med en årlig vækstrate (g), idet alle budgettal vokser samhörigt. Denne

---

<sup>169</sup> For at sikre den interne konsistens er det i praksis en god idé (eller en nødvendighed) at udføre budgetteringen i et regneark, hvor et enkelt regnearks inputs/forudsætninger (eller valuedriver setup), styrer udviklingen i resultatopgørelse, balancen, pengestrømsopgørelsen og beregning af FCF. Se Vestergaard Andersen (2004), tabel 4 og 26.

<sup>170</sup> Se endvidere Vestergaard Andersen (2004), s. 267-275+ s. 26-27

<sup>171</sup> **Plenborg, Vestergaard Andersen, Stickney**

<sup>172</sup> Rappaport (1998), s. 32 f. + Soffer & Soffer (2002), kap.9-10

<sup>173</sup> Petersen & Plenborg (2003)

<sup>174</sup> Ibid.

antagelse kan og bør være virksomhedsmæglerens bedste bud på fremtiden, hvis den skal benyttes. - Men det er da også tænkeligt, at det simpelthen ikke er muligt at komme med bedre og seriøse bud på, hvad det sker med virksomheden efter eksempelvis 10 år. Og hvis dette er tilfældet er der næppe tale om et alvorligt teoretisk brud, hvis virksomhedsmægleren efter en eksplicit budgetperiode på eksempelvis 10 år antager, at alle budgettal vokser konstant med en vækstrate  $g$ . Hvis en sådan antagelse kombineres med antagelse om en uendelig levetid er det muligt at beskrive værdien af terminalperioden (der efterfølger budgetperioden) som en voksende annuitet.

DCF-modellen bliver dermed en 2-periode model, hvor en eksplicit budgetperiode afløses af en terminalperiode, hvor en konstant udvikling i budgettallene kun nødvendiggør et konkret budget for år 1 af terminalperioden. At lave et budget for dette år, såvel som at sikre sammenhængen med sidste år af budgetperioden er dog absolut nødvendigt.

$$EV_{\text{Terminalperiode}} = \left( \frac{FCF_{T+1}}{WACC} \right) \times (1+WACC)^{-T} = \left( \frac{NOPLAT_{T+1}}{WACC} \right) \times (1+WACC)^{-T}$$

Formel 6: Nul-vækst-

eller konvergensformlen.

Og hvor  $FCF=NOPLAT$ , da afskrivninger = reinvesteringer<sup>175</sup>, og NWC og nyinvesteringerne kan forudsættes at være konstante.<sup>176</sup>

$NOPLAT_{T+1}$  og  $FCF_{T+1}$  er henholdsvis den normaliserede NOPLAT eller FCF i det første år i terminalperioden.

$WACC$  er de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, og vil blive gennemgået i det efterfølgende.

$(1+WACC)^T$  er for at diskontere det foranstående udtryk i formlen til nutidsværdi (år 0), da vi ellers vil have frembragt nutidsværdien i år T.

Denne ovenstående formel gælder som sagt under forudsætning af, at virksomheden når et steady-state, hvor alle budgettallene vokser konstant med samme vækstrate. Som det ses er der ingen vækstrate ( $g$ ) angivet, men det er pga. yderligere en forudsætning. Denne forudsætning er, at sidste år i budgetperioden var sidste år med over- eller undernormal indtjening, eller sagt med andre ord – var sidste år med værdiskabelse (EVA) eller værdidestruktion.

Dvs. at terminalperioden antages at være værdineutral, hvor  $ROIC = WACC$ .<sup>177</sup> Dermed betyder vækstraten ingenting, idet der ikke skabes værdi. En eventuel vækstrate ( $g$ ) kunne dog sagtens være indsat i tæller og nævner. Ved at indsætte denne ville det således også være indset, at en yderlig

---

<sup>175</sup> Denne antagelse er næppe holdbar i en verden med vækst og inflation og vil føre til en for høj værdiansættelse. Vestergaard Andersen (2004), s. 257-58

<sup>176</sup> Eller voksende med  $g$ , ligesom de øvrige budgettal. Vestergaard Andersen (2004), s. 250

<sup>177</sup> Som vi senere vil diskutere kan der i forbindelse med værdineutraliteten skelnes mellem, hvorvidt  $ROIC=WACC$  for de samlede aktiver – eller om værdineutraliteten  $ROIC=WACC$  blot skal gælde for de fremtidige investeringer.

forudsætning for at benytte formlen er, at  $WACC > g$ , da formlen ellers er problematisk, idet nævner bliver negativ.<sup>178</sup> Denne antagelse er dog i realiteten både meget naturlig og forsvarlig i forhold til virkeligheden, så det udgør næppe noget problem.

Budgetperioden skal således være og budgetteres frem til, at forudsætningen  $ROIC=WACC$  må formodes at være holdbar for fremtiden, og  $ROIC = WACC$  skal stemme overens med de faktiske budgетtall for første år i terminalperioden. Ellers må man strække budgetperioden yderligere<sup>179</sup>. De fleste af ovennævnte forudsætninger, synes ikke helt urimelige, snarere tværtimod. Det ville i vores øjne f.eks. være fuldkomment uholdbart at forestille sig en vækstrate i en evigtvarende terminalperiode, som var højere end  $WACC$ 'en – da denne må formodes at ligge på et vist niveau. En vækstrate på f.eks. 12 % p.a. synes kun at være forsvarlig at budgettere som midlertidig og relativ kortvarig<sup>180</sup>, og generelt bør forventede vækstrater for f.eks. den globale økonomi, samfundet og branchen - guide fastlæggelse af virksomheden langsigtede vækstrate.<sup>181</sup>

Ligeledes synes forudsætningen, at  $ROIC = WACC$  at være fornuftig. Det er svært at kigge 10 år ud i fremtiden, og det må være en rimelig antagelse at over- eller undernormal indtjening kun kan strække sig over en korterevarende periode. Når virksomhedsmægleren skal budgettere frem i fremtiden, bør en vis forsigtighed således efter vores mening guide hen imod en normaliseret indtjening, hvor  $ROIC=WACC$ . Steady-state antagelse er selvfølgelig en simplificerende antagelse, som ikke holder i virkeligheden. Men når budgетtallene indikerer, at den normaliserede indtjeningsperiode er begyndt (og vurderes varig), så er steady-state antagelsen ikke så betydningsfuld, idet virksomheden jo ikke længere vurderes at skabe eller destruere værdi.

Hvis virksomhedsmægleren konkret vurderer at  $ROIC > WACC$  i en terminalperiode med konstant vækst, er dette dog også en mulighed. Formlen for EV i terminalperioden vil se lidt anderledes ud.<sup>182</sup> - Vi mener dog ikke at det bør være aktuelt for mange virksomheder, og i det mindste bør man så tilrettelægge værdiansættelsen som en 3-periode model, da konstant værdiskabelse i det uendelige eller blot 100 år frem – i vores øjne er meget urealistisk. Det synes i hvert fald urealistisk for den typiske generationsskiftevirksomhed.

---

<sup>178</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 244-46 + Copeland m.fl. (2004), s. 283.

<sup>179</sup> Der er flere faktorer der bør overvejes i forbindelse med at vurdere budgetperiodens afslutning, bl.a. konjunkturcykler og vækstrate, se Vestergaard Andersen (2004), s 244-46

<sup>180</sup> 50 mio. i omsætning i år 0, bliver med 12 % vækst p.a. til 3.728.673 mio. i år 100

<sup>181</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 188-192 + Stickney m.fl. (2004), s. 824

<sup>182</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 244-46 + Copeland m.fl. (2004), s. 283. Aggressiv formel med værdiskabelse i terminal-perioden

$$EV_{\text{Termin alperiode}} = \left( \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (1 - g / ROIC_1)}{WACC - g} \right) \times (1 + WACC)^{-T}$$

Der ses således, at DCF-modellen grundlæggende udgøres af 2 formler, henholdsvis 5 og 6. Formel 5 bruges altid til kapitalisere de frie cashflows i den eksplicite budgetperiode, som ofte fastsættes til 5-10 år, ud fra overvejelser omkring indtræden af normaliseret indtjening, vækst, konjunkturcykler og budgetteringshorisont for den pågældende virksomhed.<sup>183</sup>

Men der er dog ikke noget til hindrer for, at formel 5 bruges til at værdiansætte en meget længere budgetperiode eller endda hele virksomhedens levetid, såfremt en sådan levetid er eksplicit og ikke uendelig. – Formel 6 kan benyttes, hvis der laves antagelser omkring bl.a. en steady-state udvikling og uendelig levetid. Antagelserne er urealistiske, men betyder relativt lidt for værdiberegningen pga. nutidsværdien af cashflow – og idet en forudsætning for at benytte formel 6 er, at ROIC vurderes at være lig med WACC i terminalperioden. - For at formel 6 skal kunne benyttes skal (*bør*) WACC'en endvidere vurderes til at være konstant over tid.

#### 7.4.4 WACC'en

WACC'en kan kun antages at være konstant over tid, såfremt de enkelte elementer i formlen antages at være konstante over tid (eller vurderes ikke at have nogen indflydelse). Så uden yderligere forudsætninger må vi altså antage, at den hele tiden ændres. WACC'en afspejler de risikostregerede kapitalomkostninger der er knyttet til henholdsvis ejer- og fremmedkapitalen, og kan udtrykkes således:<sup>184</sup>

$$WACC_{\text{for alle skatter}} = r_E \times EqCP_{MV} + r_D \times DebtP_{MV}$$

Formel 7:

$r_E$  = egenkapitalens afkastkrav<sup>185</sup>,  $EqCP_{MV}$  = den markedsværdimæssige egenkapitalandel

$r_D$  = lånerenten,  $DebtP_{MV}$  = den markedsværdimæssige fremmedkapitalandel

Som det ses er den ovenstående WACC-formel før alle skatter, og den er dermed relativ irrelevant, idet der findes både selskabsskat og investorskatter i den virkelige verden, hvilket naturligvis influerer på investorenes afkastkrav. Strukturen og WACC'ens elementer er dog værd at få på plads inden overvejelser omkring skat m.m. bringes ind i billedet.

WACC'en er den mest komplicerede og mest problematiske del af DCF-modellen, bl.a. fordi WACC'en er påvirket af kapitalstruktur, risikoforhold og skatteforhold. En forudsætning for at

---

<sup>183</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 251

<sup>184</sup> Ibid. s. 86

<sup>185</sup> Her er antaget at der kun findes én type ejerfinansiering, dvs. én aktieklasser etc.

værdiestimatet kan blive rigtigt er, at WACC'en baserer sig på de konkrete forhold og udvikling, som budgettet for de kommende år fastlægger.<sup>186</sup>

#### 7.4.5 Risikoen

Risiko påvirker egenkapitalens afkastkrav ( $r_E$ ), idet jo højere risiko desto højere afkast kræves der. Dette må synes logisk for de fleste, men dertil kommer at risiko kan opdeles i henholdsvis en systematisk eller usystematisk risiko, dvs. henholdsvis en generel og virksomhedsspecifik risiko. Den generelle risiko kan bl.a. forklares ud fra de makroøkonomiske forholds indvirkning på afkastet – og kan beregnes ud fra svingningerne i forhold til andre virksomheders afkast, mens den usystematiske risiko kan tilskrives specifikke risici ang. den konkrete virksomheds projekter, konkurrenter, kunder m.m.<sup>187</sup> Begge typer risiko må i høj grad siges at være relevante for den typiske køber, hvilket er en udfordring idet CAP-M teorien som synes brugt af alle kilder i litteraturlisten (og dermed også i formelapparatet), helt ser bort fra den usystematiske/virksomhedsspecifikke risiko. CAP-M er en model der beskriver en *porteføljes* forhold mellem afkast og risiko, hvilket ifølge teorien tillader at investoren ser bort fra en usystematisk risiko.<sup>188</sup> Der findes endvidere empirisk bevis for, at CAP-M teorien har mangler, idet teoriens forudsigelser ikke passer på virkeligheden – men dens afløser, i form af en bedre teori, synes endnu at mangle.<sup>189</sup>

Den systematiske risiko  $\beta$  ses således benyttet til at forklare det tilhørende afkastkrav for egenkapitalen, og kan i øvrigt beregnes ex post for børsnoterede selskaber. Børsnoterede selskabers beta kan dog helt åbenlyst ikke overføres til den typiske generationsskiftevirksomhed<sup>190</sup>, hvorfor man i stedet kan benytte en beregnet beta fra tidligere handler med sammenlignelige virksomheder, eller fastsætte beta ud fra commonsense betragtninger – eller i en kombination heraf.<sup>191</sup> Der bliver ved inddragelsen af beta påført DCF-modellen et *relativt* element, som kan være uheldigt af flere årsager. Kritikpunkterne til de multiple metoder er f.eks. ligeså relevant for de kapitalværdibaserede metoder, såfremt beta benyttes til udregningen af den risikojusterede diskonteringsfaktor. Hvis aktiemarkedet er over- eller undervurderet (hvilket angiveligt synes at være tilfældet i ny og næ)

---

<sup>186</sup> Plenborg, Thomas (2002)

<sup>187</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 53-56

<sup>188</sup> Den typiske køber af en generationsskiftevirksomhed vil næppe have fordelt sin kapital i en effektiv portefølje, og derfor bør vedkommendes afkastkrav også justeres i forhold til den usystematiske risiko. – Derudover mener Shapiro & Sheridan (ligesom vi) som nævnt i afsnit 6.5.1, at usystematisk risiko uanset hvad influerer på en virksomheds værdi, idet en høj usystematisk risiko må antages at medføre lavere fremtidig cash flow. Dvs. usystematisk risiko afspejles i fremtidig cash flow, snarere end i afkastkravet.

<sup>189</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 221-226

<sup>190</sup> Alligevel viser undersøgelser at det ikke er unormalt at bruge beta'er fra børsnoterede selskaber, som udgangspunkt for at fastlægge beta for en konkret unoteret virksomhed. Kilde: Holm, Petersen & Plenborg (2005)

<sup>191</sup> FSR (2002)



medfører det ligeledes en fejlagtig værdiansættelse af den konkrete virksomhed. Ligeledes må man erkende, at tilnærmelsesvist identiske virksomheder er svære at finde, og værdiansættelsens troværdighed sættes dermed i spil.<sup>192</sup> Som vi senere vil uddybe findes der flere kritikpunkter til CAPM-modellen.

Hvis vi i stedet ser tilbage på Miller og Modiglianis proposition II fra 1958, ses det foreslået at egenkapitalens afkastkrav er lig med den risikofrie rente ( $R_F$ ) + en subjektiv risikopræmie ( $RP_A$ ) ganget op med gearingen af egenkapitalen ( $EqC_L$ )<sup>193</sup>, dvs.:

$$r_E = R_F + ( RP_A \times EqC_L ) = R_F + RP_A + ( RP_A \times (DebtP_{MV} / EqCP_{MV}) )$$

*Formel 8:*

Hvor  $R_F$  er den risikofrie rente,  $EqC_L = EV_{MV}/EqC_{MV} = 1 + (DebtP_{MV}/EqCP_{MV})$

$RP_A$  = investorens subjektive risikopræmie på aktiverne.

Når  $RP_A$  benyttes til at beregne det risikojusterede egenkapitalafkastkrav slipper man dermed for det relative element, og selvom det i teorien forudsættes, at  $RP_A$  er investors kompensation for en systematisk porteføljerisiko tilsvarende beta<sup>194</sup>, kan man overveje hvorvidt den typiske investor skelner, når denne spørges om, hvad han/hun kræver af risikopræmie på aktiverne. Det gør denne næppe, og der er ingen tvivl om, at den typiske køber af en generationsskiftevirksomhed vil/burde anse både den systematiske og usystematiske risiko relevant for egenkapitalens afkastkrav.<sup>195</sup> Derudover kan man forvente, at  $RP_A$  i noget højere grad vurderes ud fra en ex ante-betragtning, snarere end en ex-post betragtning, dvs. ud fra en vurdering af risikoen forbundet med fremtidige cashflows. – Hvilket er den teoretiske rigtige risikovurdering. For en stand-alone værdiansættelse, dvs. før køberens afkastkrav m.m. kan indregnes helt nøjagtigt, kan virksomhedsmægleren selv vurdere køberens  $RP_A$  ud fra erfaring og viden om branchen, den konkrete virksomhed m.m. – eller alternativt benytte den eksisterende ejers krav til risikopræmien. Derudover er det oplagt at lave en *følsomhedsanalyse på risikopræmiens størrelse*.<sup>196</sup>

Som det således ses, er fastlæggelsen af den risikojusterede egenkapitalafkastkrav ikke helt ligetil. Egenkapitalens afkastkrav kan findes ud fra en af de (mange) beta-relationer, der fremstilles i

---

<sup>192</sup> Se i øvrigt afsnit 7.7.3 & 7.7.4

<sup>193</sup> Miller & Modigliani (1958) + Vestergaard Andersen (2004), s. 86-88

<sup>194</sup> Miller & Modigliani (1958) + Vestergaard Andersen (2004), s. 86-88

<sup>195</sup> Derudover kan risikopræmien evt. indbefatte et tillæg for manglende likviditet af aktien, dvs. pga. aktiens/virksomhedens begrænsede handelsmuligheder.

<sup>196</sup> Se Bilag B

litteraturen, f.eks. M&M's<sup>197</sup> (1963), Harris&Pringle's eller Miles&Ezzel's<sup>198</sup>, eller findes vha. den subjektive risikopræmie. Vi mener, at den subjektive risikopræmie  $RP_A$ , som den er vist i formel 8, bør benyttes i det omfang virksomhedsmægleren har (eller får) direkte kontakt til køber og sælger. Det er fuldt ud i overensstemmelse med teorien at værdisætte en virksomhed ud fra de pågældende personers/virksomheders krav til risikopræmie. Det er med til at tydeliggøre, hvad værdiestimatet er baseret på, hvilket mindsker usikkerheden og giver god basis for forhandling. Beta-værdierne, udregnet på baggrund af sammenlignelige børsnoterede selskaber eller på baggrund af tidligere handler med unoterede virksomheder, er plaget af relativitetens problemer – kan virksomhederne sammenlignes, og i hvor høj grad? Med benyttelsen af beta bliver en af faktorerne i værdiansættelsen af en konkret virksomhed, bestemt ud fra først værdiansættelse og efterfølgende prisfastsættelse af en (lang) række andre virksomheder. - Prisfastsættelsen bør, i vores øjne, ske på baggrund af en værdiansættelse og ikke omvendt. Ellers vil en uholdbar prisfastsættelse af virksomhed X, automatisk medføre en uholdbar prisfastsættelse af virksomhed Y.

Man kunne hævde, at med benyttelsen af  $RP_A$  bliver værdiansættelsen mindre videnskabelig og mere subjektiv, men det mener vi ikke er tilfældet. Teoretisk er benyttelsen af  $RP_A$  helt på toppen, idet man undgår visse uholdbare antagelser og beregning ang. beta, og idet man benytter den "uomtviselige" rigtige risikopræmie, når det er købers eller sælgers konkrete forhold som fastlægger eller er med til at fastlægge denne risikopræmie. Endvidere er det som skrevet vores opfattelse at der bør laves en følsomhedsanalyse på  $RP_A$  for at illustrere forskellige risikopræmiers indflydelse på værdien. Samlet set er benyttelsen af  $RP_A$  mere pædagogisk, enklere og universel, og fastlæggelsen af afkastkravet/risikopræmien er 100 % gennemsigtigt og gennemskueligt – og kræver i øvrigt en passende arbejdsbyrde i forbindelse med værdiansættelse af små unoterede virksomheder.

Ovenstående kan også tolkes som om, at vi ved anbefalingen af  $RP_A$  reelt tilskynder til teoretisk inkonsistens, når virksomhedsmægler eller køber selv fastlægger risikopræmien med også de usystematiske risici i mente. Dette er dog ikke tilfældet. Beta burde nemlig ligeledes justeres for usystematisk risiko, såfremt sådanne risici reelt er tilstede - men bliver det i praksis aldrig.<sup>199</sup> Dette er formentligt, i vores øjne, det største problem ved CAPM-modellen. Analytikere og

---

<sup>197</sup> Det var Hamada (1972) som udledte betarelationen og ikke Miller&Modigliani selv. Det er således i princippet forkert at bebrejde M&M, da betarelationen i hvert fald for Millers vedkommende, ikke er i overensstemmelse med hans synspunkter omkring fordelene/værdien af gældsfinansiering. Kilder: Hansen & Plenborg (2003), Miller (1977)

<sup>198</sup> De forskellige beta-relationer bygger på forskellige antagelser omkring kendskabet til kapitalstrukturen, henholdsvis viden om gælds niveauet (størrelsen) eller gearingen (andelen). - Hvis den valgte beta-relation ikke passer på den konkrete virksomhedsforhold vil værdiestimatet blive forkert. Kilde: Hansen & Plenborg (2003)

<sup>199</sup> Holm, Petersen og Plenborg (2005)

virksomhedsmæglere bliver fokuserede på den systematiske risiko og glemmer at risiko er risiko, hvad enten den er ex post beregnelig eller ej.<sup>200</sup>

Behandling af risiko i WACC'en kan gøres betydeligt mere kompliceret, når der inddrages risiko på fremmedkapitalen og på et eventuelt skatteskjold. Risiko på gæld er specielt aktuelt fordi DCF-modellen beregner værdien af virksomheden set ud fra et ejer- og långiversynspunkt, og generelt må afkastkravet for fremmedkapitalen, lånerenten ( $r_D$ ), være lig med den risikofrie rente ( $R_F$ ) plus et risikotillæg.

Petersen og Plenborg behandler i en artikel fra 2004 disse emner intensivt, hvor *en af hovedpointerne*, som vi ser det, er at virksomhedsmægleren skal huske at benytte  $r_D$  frem for  $R_F$  i beregning af WACC'en<sup>201</sup>. Hvis dette ikke sker, er der et naturligt forudsætningsbrud, idet renteudgifter fra  $r_D$  trækkes fra i resultatopgørelsen, mens der vil blive regnet med  $R_F$  i kapitaliseringsfaktoren (WACC'en)<sup>202</sup>. Men idet lånerenten er relativ simpel at beregne ud fra de faktiske renteomkostninger, bør det normalt ikke konstituere et alvorligt problem.

En foreslået sammenhæng i artiklen som pga. formuleringen umiddelbart er svær at komme overens med er, at en øget risiko på gælden ( $\beta_D$ ) og dermed også større lånerente  $r_D$  medfører et mindre egenkapitalafkastkrav  $r_E$  - når risikoen på det underliggende projekt ( $\beta_{akt}$ ) antages at være uændret, ligesom gearingen antages at være konstant. Den større risiko på gælden må så nemlig betyde, at fremmedkapitalen overtager en del af egenkapitalens risiko.<sup>203</sup> Det synes intuitivt mere rigtigt, at risikoen på gælden og dermed lånerenten fastlægges ud fra risikoen ved det underliggende projekt og den finansielle risiko, dvs. gearingen – og at det således ikke er muligt at øge risikoen på gælden og holde de øvrige faktorer, bortset fra risikoen på egenkapitalen, konstante. Men den før foreslåede sammenhæng betyder, at *introduktionen* af risiko på gæld og dermed benyttelsen af lånerenten snarere end den risikofrie rente, evt. betyder et større værdiestimat, idet afkastkravet til egenkapitalen bør falde (alt andet lige) – ved en given gearing og konstant underliggende risiko på projektet – fordi långivers risiko inddrages og fordi et evt. skatteskjold<sup>204</sup> dermed vokser pga. risikoen på gæld, dvs. den større lånerente.<sup>205</sup>

---

<sup>200</sup> Derudover findes der en række diskussioner om mulige praktiske og teoretiske problemer/mangler ved CAP-M modellen, f.eks. burde CAP-M modellen ifølge nogle tage udgangspunkt i investorens forbrugs-motiv. Brealey, Myers & Allen (2005), s. 192-204

<sup>201</sup> Se formel 7

<sup>202</sup> Forskellige modeller vil i sagens natur være mere eller mindre påvirkelige heraf.

<sup>203</sup> Petersen & Plenborg (2004)

<sup>204</sup> Risikoen på skatteskjoldet antages at være identisk med risikoen på cashflowet ( $\beta_{akt}$ ) pga. konstant gearing/ukendt gældsstørrelse - og sammenhængen mellem cashflow og gældens størrelse.

<sup>205</sup> Petersen & Plenborg (2004)

$$\beta_{EK} = \beta_{akt} + \left( \beta_{akt} - \beta_D \cdot \frac{(1 - T_C)}{(1 - G_L)} \right) \cdot \frac{Debt_{MV}}{EqC_{MV}}$$

Formel 9.<sup>206</sup>

Petersen og Plenborg har helt sikkert ret i, at både långiver og ejer påtager sig en risiko og kræver betaling derfor, og at en værdiansættelse hvor kun ejerens kapital er behæftet med risiko, følgelig er forkert. Det synes ligeledes rigtigt, at hvis man i en konkret værdiansættelse introducerer risiko på gæld i en WACC-formel (dvs.  $r_D \neq R_F$ ) hvor den oprindelige værdiansættelse har været baseret på, at  $r_D = R_F$ , så bør  $r_E$  reduceres, forudsat at  $r_E$  ikke implicit eller eksplicit allerede har været fastlagt på baggrund af visheden om, at långiverne også påtager sig en del af risikoen. - Finansiell gearing medfører dog en finansiell risiko og dermed stiger  $r_E$  (og også  $\beta_D/r_D$ )<sup>207</sup> hvilket er ukontroversielt, se formel 8 & 9. Men stigningen i  $r_E$  bør modvirkes delvist af at långiver påtager sig en del af risikoen, som de tager sig betalt for i form af Beta-gæld ( $\beta_D$ ), hvilket sænker egenkapitalafkastkravet *relativt* – i sammenhæng med det eventuelt stigende skatteskjold (hvis et sådant findes).<sup>208</sup>

I artiklen udledes det endvidere, at i en skatteneutral verden med investorskatter (intet skatteskjold) vil værdien af en virksomhed være konstant uanset risikoen på gælden, dvs. hvor  $r_D \neq R_F$ .<sup>209</sup>

Vi vil foreløbigt ikke gå dybere ind i denne foreslåede sammenhæng mellem  $r_E$  og risiko på gæld ( $\beta_D$ ), og holder os til formel 8, som foreslået af Miller & Modigliani, nemlig at egenkapitalens afkastkrav ( $r_E$ ) er den risikofrie rente + en subjektiv risikopræmie på aktiverne ganget op med egenkapitalens gearing. Vi antager således blot, at den subjektive risikopræmie fastlægges på baggrund af viden om, at långiver også påtager sig en del af risikoen, og husker på at det er lånerenten  $r_D$  som skal benyttes i WACC-formlen.

#### 7.4.6 Kapitalstruktur og skatteskjold

Som det ses af bl.a. formel 7, så hænger risikoen i WACC sammen med kapitalstrukturen og herunder også et eventuelt (rente-)skatteskjold når der indføres skatter. I dette afsnit vil vi fremstille visse overvejelser og synspunkter, som influerer på DCF-modellen i forbindelse med kapitalstruktur og skatteskjold. Renteskatteskjoldets størrelse afhænger af de enkelte skatteobjekter og samfundets skattepolitik og senere i projektet (afsnit 7.9) vil vi gå mere i dybden med kapitalstruktur og

---

<sup>206</sup> Der findes en generel udgave af denne model (udledt af Brealey & Myers 1988). Kilde: Plenborg (2000 C)

<sup>207</sup> FSR (2002), s. 50-52

<sup>208</sup> Der kan dog også argumenteres for at hvis ejeren ønsker samme efter-skat afkast, vil vedkommende kompenseres for den højere lånerente og deraf mindre afkast, ved at hæve egenkapitalens før-skat afkastkrav. Eller at afkastkravet alternativt forbliver uændret. – Hvis det er tilfældet vil værdien af virksomheden ikke uafhængig af risiko på gæld. Kilde: Vestergaard Andersen, s. 154-156

<sup>209</sup> Petersen & Plenborg (2004). Artiklen baseres på Millers (1977) skatteskjold, hvor værdien er uafhængig af kapitalstruktur, se f.eks. Parum (2001), s. 215 frem. – og vores senere afsnit om renteskatteskjoldet.

skatteskjold, da det er en generel problemstilling, snarere end en problemstilling unik for DCF-modellen.

Formel 7, som viste WACC'en før alle skatter kan omskrives til en efter selskabsskatversion uden skatteskjold (ITS) ved at gange WACC'en med  $(1-T_C)$ , hvor  $T_C$  er lig selskabsskatteprocenten, f.eks. 30%.

$$\begin{aligned} WACC_{TC \text{ uden ITS}} &= (r_E \times EqCP_{MV} + r_D \times DebtP_{MV}) \times (1 - T_C) \\ &= r_E \times EqCP_{MV} \times (1 - T_C) + r_D \times DebtP_{MV} \times (1 - T_C) \end{aligned}$$

Formel 10:

$WACC_{TC \text{ uden ITS}}$  er investorenes afkastkrav efter selskabsskat af ordinært overskud, når der ikke findes noget renteskatteskjold, men før investorskatter.

Egenkapitalens afkastkrav ( $r_E$ ) er som tidligere fastslået ved formel 8 og

Lånerenten ( $r_D$ ) før alle skatter, er den faktiske betalte historiske, aktuelle, eller fremtidigt forventede vægtede gennemsnitlige lånerente af de forskellige anvendte fremmedkapitalsformer *eller* alternativt en beregnet lånerente med udgangspunkt i  $R_F$  tillagt en risikotillæg.<sup>210</sup>

$T_C$  = selskabsskatteprocenten

Ovenstående formel kan/skal benyttes til at diskontere det frie ugearede cashflow, som vi tidligere definerede og omtalte i afsnit 7.4.1, i en verden med selskabsskat og hvor der ikke eksisterer et renteskatteskjold, dvs. hvor der er skatteneutralitet. En sådan verden kan der argumenteres for, at vi lever med i Danmark, da der findes investorskatter såvel som selskabsskat - og disse investorskatter er afmålt således, at der som udgangspunkt bør være skatteneutralitet. Skatteneutralitet betyder, at skattestrukturen er skruet sammen således, at investor samlet set bliver beskattet lige hårdt, hvad enten denne investerer i egenkapital eller fremmekapital. Dvs. at vedkommendes afkast bliver beskattet lige hårdt, hvad enten dette stammer fra ejerskab af en gældsfordring eller en aktie. Derigennem opnås der også neutralitet overfor om en virksomhed finansierer sig med fremmed- eller egenkapital, dvs. f.eks. via udstedelse af obligationer eller aktier. – Hvis vurderingen af den konkrete virksomhed og køber således indikerer, at når investorskatter medregnes eksisterer der faktisk skatteneutralitet og dermed intet renteskatteskjold, så skal formel 10 benyttes.

I det meget teoretiske tilfælde at lånerenten ( $r_D$ ) er lig med den risikofrie rente  $R_F$ , dvs. i tilfældet med risikofri gæld, kan det videre indses, at med fuld skatteneutralitet og hvor  $R_F = r_D$ , er værdien af virksomhedens med sikkerhed konstant, uanset hvilken kapitalstruktur der finansierer virksomheden – som forudsagt af Miller og Modiglianis proposition I, om en verden uden

---

<sup>210</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 120-121

skatter.<sup>211</sup> WACC-formlen kan i dette tilfælde simplificeres betydeligt, da det så ikke længere er nødvendigt at tage højde for forholdet mellem egen- og fremmedkapital.<sup>212</sup>

Formel 10 kan også omdannes til en efter selskabsskat version med skatteskjold (ITS), som er den formel der oftest set gengivet i (udenlandske) Corporate Finance fagbøger m.m.<sup>213</sup>

$$WACC_{US\ TC\ ITC} = r_E \times EqC_{MV} + r_D \times DebtP_{MV} \times (1 - T_C)$$

Formel 11:

Egenkapitalafkastkravet  $r_E$ , bør hvis der findes investorskatter, justeres for at afspejle at der skal betales investorskat, samtidig med at det antages at der *i et eller andet omfang eksisterer et skatteskjold*.<sup>214</sup> Vi bryder med M&M's forudsætninger, når vi indfører investorskatter og den her benyttede nedenstående sammenhæng er korrigeret med en Miller-faktor, se afsnit 7.9 om renteskatteskjoldet. Nedenstående sammenhæng er også i overensstemmelse med, at rentebetalinger, og dermed skatteskjoldets værdi ikke er kendt.<sup>215</sup> Den resulterende justerede værdi af skatteskjoldet er derfor mindre end M&M's oprindelige skatteskjold, som pga. antagelsen om ingen risiko på skatteskjoldet - blot blev kapitaliseret med  $R_F$ . I stedet bliver skatteskjoldet i nedenstående kapitaliseret ud fra samme risiko, som der ligger på den fremtidige strøm af FCF, dvs. med respekt for risikopræmien på aktiverne.<sup>216</sup> Denne værdi af skatteskjoldet er uden diskussion mere realistisk end M&M's oprindelige, der dog (desværre) stadig benyttes i vid udstrækning, og som konsekvent overvurderer værdien af skatteskjold og dermed virksomheder.<sup>217</sup> Vigtige forudsætninger for nedenstående er konstant gearing/kapitalstruktur, og gældens størrelse er ukendt.<sup>218</sup> Gælden forudsættes risikofri.<sup>219</sup>

$$r_{E\ investor\ aktie\ skattejusteret} = \left( R_F + \left( RP_A \times EqC_L \right) \right) \cdot \frac{1 - T_B}{1 - T_E}$$

Formel 12:

Hvor  $R_F$  er den risikofrie rente,  $EqC_L = EV_{MV}/EqC_{MV}$

$RP_A$  = investorens subjektive risikopræmie på aktiverne.

---

<sup>211</sup> Miller & Modigliani (1958) + Vestergaard Andersen (2004), s. 118-119+127

<sup>212</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 120-121

<sup>213</sup> F.eks. Copeland m.fl. (2000), s. 311

<sup>214</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 100-101+108-110

<sup>215</sup> Harris & Pringle (1985)

<sup>216</sup> Vestergaard Andersen, s. 84-86, 90-92, 102, 109-111 – Kapitaliseringsfaktoren er  $r_{ED}$ , som også kan udtrykkes som  $R_F + RP_A$

<sup>217</sup> Parum (2002)

<sup>218</sup> Vestergaard Andersen (2004) s. 101+109-115 + Petersen & Plenborg (2004)

<sup>219</sup> Hvis ikke gælden antages risikofri, vil situationen som før nævnt være mere kompliceret. Se bl.a. Vestergaard Andersen, s. 90-91, 108-111, 154-156 + figur. 9, og Petersen & Plenborg (2004)

$T_B$  = beskatningsprocent af renteindkomst

$T_E$  = beskatningsprocent af aktieindkomst

#### 7.4.7 Kapitalstrukturen og cirkelproblemstillingen

Som det ses af det ovenstående er WACC'en,  $r_E$ , og selv  $r_D$ , afhængig af gearingen, dvs. forholdet mellem fremmed- og egenkapital. Kun i de teoretiske tilfælde, hvor lånerenten er lig med den risikofrie rente, samtidig med at der eksisterer fuldt skatteskjold, kan det konstateres at kapitalstruktur slet ingen indflydelse har på virksomhedens værdi, EV. - Det er et problem, fordi fastlæggelsen af virksomhedens kapitalstruktur, synes først at kunne klarlægges efter, at virksomhedens værdi er fundet, idet det er forholdet mellem egen- og fremmedkapitalens markedsværdier og virksomhedens markedsværdi der fastlægger kapitalstrukturen.

M.a.o. skal man kende virksomhedens kapitalstruktur for at finde virksomhedens værdi, og man skal kende virksomhedens værdi for at kunne finde kapitalstrukturen – hvilket præsenterer virksomhedsmægleren for et problem.

Et yderligere problem er den førnævnte forudsætning for at kunne bruge formel 6, konvergensformlen, hvor WACC'en skulle være konstant gennem årene. - Som vi også før har nævnt, så er der dog ingen problemer i at benytte den almindelige formel for budgetperiode til at værdisætte hele virksomhedens levetid – en levetid der så heller ikke sættes til uendelig. Problemstillingen er dog også relevant for denne formel. Hvis WACC'en ikke kan anses for at være konstant år for år, bør den omvurderes år for år igennem hele virksomhedens forventede levetid.<sup>220</sup> Dette kræver en vis arbejdsindsats – og påvirker måske også værdiestimatets troværdighed, idet en beregning af et omskifteligt afkastkrav 100 år ud i fremtiden må virke meget usikkert for en udenforstående.

Hvis WACC'en, i den konkrete situation, skal kunne vurderes til at være konstant er minimumskravene, at (1) enten har virksomhedens finansieringsstruktur ikke have nogen betydning for værdien – eller (2) også skal gearingen, og dermed  $r_E$  og den finansielle risiko være konstant over årene<sup>221</sup>. Sidstnævnte kan både løse problemet med at holde WACC'en konstant og samtidig være løsningen til at bryde cirkelproblemstillingen.

---

<sup>220</sup> Hvis den nævnte formel vil benyttes – se i øvrigt Plenborg (2000 C)

<sup>221</sup> Booth (2002)

Begge forudsætninger kan være urealistiske, men kun forudsætning (2) synes at have nogen chance for at kunne opfyldes 100 % – forudsat at den konkrete virksomhed arbejder med en aktiv finansieringspolitik<sup>222</sup> og en målsætning for gearingen af de markedsmæssige værdier.

Hvis man forud for virksomhedsoverdragelsen således har mulighed for at spørge køber, og denne vil arbejde med et langsigtet mål for kapitalstrukturen, således at vægtene kan antages kendte og konstante i virksomhedens levetid, f.eks. 50 % egenkapital og fremmedkapital (målt ud fra markedsværdier), så er vores problem sådan set løst. Vægtene kan indsættes i formel 10 og 8 eller 11 og 12, alt afhængig af hvorvidt der findes skatteneutralitet, hvorefter EV kan beregnes. Hvis værdiestimatet skal benyttes som et stand-alone udgangspunkt, kan den nuværende kapitalstruktur eventuelt benyttes.<sup>223</sup> - Budgetterne skal naturligvis også afspejle den valgte finansieringsstruktur, hvor justeringer kan foretages vha. dividende, gælds-optagelse eller tilbagebetaling. Og formel 12, til estimering af egenkapitalens afkastkrav i tilfælde af delvist renteskatteskjold er behørig, da vi forud ikke kender gældens størrelse og gearingen holdes konstant.

En anden mulighed er at beregne virksomhedsværdien og den optimale kapitalstruktur vha. iteration - en proces som vi her ikke går i dybden med<sup>224</sup>. Derudfra fremkommer et estimat for markedsværdien af virksomheden, samt markedsværdierne af gæld og egenkapital, som kan indsættes i WACC-formlerne. Såfremt hensigten er, at gearingen derefter skal holdes konstant, kan de fremkomne vægte antages at være konstante igennem levetiden, hvilket i så fald skal afspejles i budgettet. - Hvis køberen derimod har til hensigt at ændre på kapitalstrukturen, så må virksomhedsmægleren beregne WACC'en år for år, ud fra den udvikling som køber planlægger og budgettet tilskriver<sup>225</sup>. Gearingen behøver således ikke at være konstant, men det er et krav, hvis WACC'en skal holdes konstant.<sup>226</sup>

Egenkapitalens afkastkrav bør i tilfælde af, at virksomhedsværdien og kapitalvægtene findes vha. iteration, justeres med en lidt anden beta-relation end den som formel 12 bygger på, idet gældens størrelse jo er kendt det første år, og dermed vil skatteskjoldets værdi også være kendt med sikkerhed det første år. De 2 alternative betarelationer ligner dog hinanden meget. Vi vil ikke gå mere i dybden med disse<sup>227</sup>.

---

<sup>222</sup> Kontinuerligt (eller periodemæssigt) optager ny gæld/betaler udbytte – såfremt NPV af virksomhedsovertagelsen er positiv (dvs. hvor prisen/markedsværdien < værdien) eller løbende afvikler gæld/udsteder egenkapital, såfremt NPV modsat var negativ. Kilde: Booth (2002)

<sup>223</sup> Petersen & Plenborg (2003)

<sup>224</sup> Alle regneark kan benyttes. For uddybelse se endvidere Plenborg (2000 C)

<sup>225</sup> Plenborg (2000 C)

<sup>226</sup> Hansen & Plenborg (2003)

<sup>227</sup> Miles and Ezzels 1980 beta-relation. Kilde: Parum (2001), s. 167 frem + Hansen & Plenborg (2003) + Petersen & Plenborg (2004)



Forskellene mellem betarelationerne er den forskellige behandling af virksomhedens renteskatteskjold, specifikt hvorvidt værdien af dette er kendt eller ej<sup>228</sup>. – Under fuld skatteneutralitet, som der *som udgangspunkt* findes i Danmark, er der ikke behov for at justere for et renteskatteskjold. Formel 8 viste egenkapitalens afkastkrav beregnet udfra  $RP_A$ , hvor der fandtes dansk skatteneutralitet, mens formel 12 viste afkastkravet, hvor der fandtes helt eller delvist skatteskjold, og hvor kapitalstrukturen var kendt og konstant fra år 0 - gældens størrelse og dermed skatteskjoldets værdi var ukendt.

Det som kaldes cirkelproblemstillingen, og som ovenfor foreslås løst ved iteration af markedsværdi og kapitalstruktur, er der dog visse akademikere, som mener, er en fejlsluttelse af teorien.<sup>229</sup> WACC-metoden hævdes således ikke at kunne producere det rigtige værdiestimat, medmindre man helt fra starten kender virksomhedens kapitalvægte, og at disse er konstante over tid. - Der er som tidligere antydnet grundlæggende 2 forudsætninger omkring virksomhedens finansieringsbeslutning, som der *skal* vælges imellem i forbindelse for at kunne værdiansætte en virksomhed ved hjælp en cashflow model:

1) at man kender gældens størrelse (gældsniveauet) i al fremtid<sup>230</sup>, og at skatteskjoldet derfor er risikofrit og skal diskonteres med  $R_F$  -  
eller 2) at man kender gearingen, dvs. forholdet mellem markedsværdien af virksomheden, gæld og egenkapital<sup>231</sup> – men at gælden derfor er ukendt, hvorfor skatteskjoldet som førnævnt skal diskonteres med Beta-aktiver ( $\beta_{akt}$ ).<sup>232</sup>

En af forudsætningerne skal indledningsvis gøres, medmindre man er i den unikke situation at kapitalstruktur er helt uden betydning.<sup>233</sup> Kritikken går på, at når analytikeren blander de 2 finansieringsbeslutninger sammen, som iterationen f.eks. delvist kan siges at gøre, så bliver WACC-estimatet forkert netop pga. renteskatteskjoldets værdi. Vi mener ikke selv, at det fremlagte bevis for påstanden er holdbart<sup>234</sup> - og derudover er der som udgangspunkt skatteneutralitet i Danmark, så vi kan formentligt også under visse omstændigheder tillade os at se bort fra skatteskjoldets værdi.

---

<sup>228</sup> Parum (2001), s. 157 f.

<sup>229</sup> Kruschwitz & Löffler (1999)

<sup>230</sup> Miller og Modiglianis oprindelige forudsætning for at kunne udlede beta. Kilde: Petersen & Plenborg (2004)

<sup>231</sup> Bemærk: Ved Iteration (Miles & Ezzels beta-relation) behøves gearingen som før nævnt ikke være konstant. Det vigtige er at gældens størrelse er ukendt efter første år.

<sup>232</sup> De alternative beta-udledninger foreslået af Harris & Pringle, og Miles & Ezzel Kilde: Petersen & Plenborg (2004)

<sup>233</sup> Hvis gældens størrelse er kendt og konstant i hele virksomhedens levetid (hvilket synes mere usandsynlig end kendskab til gearingen) – Så er APV-modellen mere egnet end WACC-metoden. Kruschwitz & Löffler (1998)

<sup>234</sup> Der synes at være en vis strid omkring, hvorvidt APV eller WACC metoden burde foretrækkes (se f.eks. Booth (2002) - og ovenstående kritik af WACC metoden kan måske henføres til denne strid.

Den praktiske løsning på problemet med den konstante WACC og cirkelproblemstillingen er således enten at få fastlagt en given og konstant kapitalstruktur i år 0 forud for værdiansættelsen – eller eventuelt benytte iteration. Iterationens resulterende finansieringsstruktur kan antages holdt konstant i årene fremover, hvilket også medfører en konstant WACC. Uanset hvad så skal virksomhedsmægleren sørge for, at en eventuel konstant WACC afspejler sig i de kapitalvægte, som budgetter ligger op til – ellers bliver estimatet systematisk forkert. Herunder skal man i øvrigt huske på, at lånerenten  $r_D$  også skal vurderes til at være konstant gennem årene.

Forudsætningen om den konstante kapitalstruktur halter mest i forbindelse med en vurdering af realismen. Et virksomhedskøb kan nemt tænkes at blive finansieret maksimalt med fremmedkapital umiddelbart i forbindelse med overtagelsen – og efterfølgende løbende konsolideres i den udstrækning, og med den hast som driften tillader det. Hvis et sådant scenarie kan forudsiges i forbindelse med den konkrete virksomhedsovertagelse, kan forudsætningen om en konstant WACC næppe benyttes. I stedet bør WACC og egenkapitalens afkastkrav justeres år for år i budgetperioden, ud fra køberens hensigt og den afbillede udvikling i budgettet – og en evt. terminalperiode beregnes med en konstant WACC ud fra de kapitalvægte der ligges op til i budgettet - året efter den normaliserede indtjening indtræder.<sup>235</sup>

Man skal i øvrigt huske på, at WACC'en jo utvivlsomt vil forandre sig betydeligt igennem årene, fordi den risikofrie rente, den systematiske risiko, egenkapitalens afkastkrav etc., vil ændre sig – alt sammen noget der rammer værdiansættelsens præcision, men som bare ikke kan forudses og budgetteres med i år 0. I praksis benytter mange fagfolk en konstant WACC, selvom der budgetteres med svingninger i kapitalvægtene, og heldigvis synes fejlen i værdiestimatet kun at være betydelig, hvis der sker større ændringer i kapitalstrukturen.<sup>236</sup> Der er dog tale om en systematisk fejl, og det er derfor ikke noget der kan anbefales.

## 7.5 RI-modellen

I det følgende afsnit vil vi analysere RI-modellens egenskaber og forudsætninger, hvorefter vi kan diskutere de kapitalværdibaserede modellers styrker og svagheder set i lyset af handel med den typiske generationsskiftevirksomhed. - RI-modellen kan udledes ud fra DDM-modellen under forudsætning af clean-surplus bogføring i budgetperioden, dvs. at alle indtægter/udgifter

---

<sup>235</sup> Plenborg (2000 C)

<sup>236</sup> Hansen, Lejre & Plenborg (2003)

forudsættes at passere resultatopgørelsen.<sup>237</sup> Denne forudsætning synes i praksis nem at overholde.<sup>238</sup>

Kernen i residualindkomstmodellen er, at egenkapitalens nutidsværdi er lig med den bogførte egenkapital primo - tillagt nutidsværdien af den fremtidige værdiskabelse. DCF-modellen værdiansatte både egen- og fremmedkapitalen – og her kunne egenkapitalens værdi findes ved til slut at fratække gældens markedsværdi fra den samlede virksomhedsværdi, EV. RI-modellen værdiansætter derimod virksomhedens egenkapital direkte, eller finder med andre ord værdien set ud fra ejerens synsvinkel – og beregner denne værdi ud fra hvornår og hvor meget værdi virksomheden skaber til sine ejere.

At låneomkostningerne og fremmedkapitalens afkastkrav ( $r_D$ ) ikke indgår eksplicit i RI-modellen betyder ikke, at de ikke indregnes i værdiansættelsen. Disse størrelser må logisk formodes medregnet fuldt ud i de budgetterede fremtidige overskud, som er modellens hjørnesten.

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{residualindkomst}_t}{(1+r_E)^t} = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - (r_E \times BV_{t-1})}{(1+r_E)^t}$$

Formel 13:

$P_0$  = egenkapitalens nutidsværdi                       $BV$  = egenkapitalens bogførte værdi primo,  
 $NI$  = årets overskud efter renter og skat               $r_E$  = egenkapitalens afkastkrav.

Residualindkomstmodellen kan også udtrykkes via nøgletal, som<sup>239</sup>:

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r_E) \cdot BV_{t-1}}{(1+r_E)^t}$$

Formel 14:

ROE = (return on equity) egenkapitalens forrentningsgrad

### 7.5.1 Den bogførte egenkapital og residualindkomsten

Som skrevet i afsnit 7.2.2 og formel 3 bør en virksomheds (eller et aktivs) værdi findes som nutidsværdien af forventede fremtidige afkast med inddragelse af en risikojusteret diskonteringsfaktor. RI-modellen starter i midlertidig værdiansættelsen i virksomhedens fortid og tager udgangspunkt i det værdiansættelsesarbejde, som det almindelige perioderegnskab udfører på

---

<sup>237</sup> Se Stickney m.fl (2004), s. 886-888 for en detaljeret udledning.

<sup>238</sup> Petersen & Plenborg (2003)

<sup>239</sup> Plenborg (2002)

baggrund af de alment kendte (og lovregulerede) målinger af virksomhedens præstation og økonomiske situation. Den bogførte egenkapital afspejler en lang række faktorer, da det er en afstemningspost i regnskabet, men den bogførte egenkapital er grundlæggende et mål for de hidtidiges ejeres investeringer i virksomheden - samt virksomhedens historiske overskud, og de tidligere ejeres ressourcetræk fra virksomheden gennem tiderne. Den bogførte egenkapital er perioderegnskabet's måling af ejernes indestående kapital i virksomheden, og bevæger sig ved hver periodeopgørelse op eller ned – som resultat af periodens overskud og udlodning til ejerne.<sup>240</sup>

Denne indestående kapital primo kræver ejerne hvert år som minimum forrentet med egenkapitalens risikojusterede afkastkrav ( $r_E$ ), hvilken kan kaldes den krævede normalindtjening. Og residualindkomsten, dvs. et års over- eller undernormale indtjening, beregnes som det pågældende års overskud fratrukket den krævede normalindtjening,  $NI_t - (r_E \times BV_{t-1})$ . De årlige residualindkomster kan derefter værdisættes til nutidsværdi ud fra egenkapitalens risikojusterede afkastkrav.

For at kunne beregne værdien af egenkapitalen er det således nødvendigt at kende egenkapitalens risikojusterede afkastkrav, den bogførte egenkapital i år 0, samt de budgetterede overskud.

### 7.5.2 Egenkapitalens afkastkrav

Egenkapitalens afkastkrav har vi allerede beskrevet i dybden i afsnit 7.4.5 & 7.4.6 og det er det samme afkastkrav, som der blev benyttet i WACC-formlen. Det er således de samme problemstillinger og overvejelser, der gælder for beregning til RI-modellen. Egenkapitalens afkastkrav afhænger af gearingen ( $Eq_{C_L} = EV_{MV}/Eq_{C_{MV}}$ ), som ikke kendes forud for værdiansættelsen. En given fastlagt kapitalstruktur i år 0 kan løse problemet, og egenkapitalens afkastkrav bør i så fald teoretisk korrekt holdes konstant, hvis den bagvedliggende risiko på aktiverne antages konstant – da kapitalstrukturen antages at være fastlagt<sup>241</sup> En anden metode er iteration, som også bør være mulig ved RI-modellen, eller overførelse af egenkapitalens afkastkrav fra en allerede foretaget værdiansættelse vha. iteration i en DCF-model.

Hvis gearingen ikke forudsættes/budgetteres konstant, skal egenkapitalens afkastkrav justeres år for år. Ligesom med DCF-modellen er det vigtigt at sikre konsistens mellem de faktiske vægte som ligger indbygget i budgettet, og de vægte der benyttes til beregningen af egenkapitalens afkastkrav – ellers bliver værdiestimatet systematisk forkert. Som før nævnt kan egenkapitalens risikojusterede afkastkrav beregnes vha. den relative beta eller den subjektive risikopræmie på aktiverne, hvor vi

---

<sup>240</sup> Egenkapital defineres i årsregnskabsloven, som forskellen mellem aktiver og forpligtigelser (passiver), herunder hensatte forpligtigelser. PWC (2005)

<sup>241</sup> Petersen & Plenborg (2004)

som tidligere nævnt anbefaler sidstnævnte. Hvis der ikke findes et renteskatteskjold (fuld skatteneutralitet), og et renteskatteskjold derfor ikke præsenterer nogen værdi, kan egenkapitalens afkastkrav beregnes efter formel 8.<sup>242</sup> Da det er overskuddet efter selskabsskat som afkastkravet diskontere, skal det naturligvis være et efter skat afkastkrav, dvs. før-skat afkastkravet  $\times (1-T_C)$ . Hvis der derimod findes et renteskatteskjold skal egenkapitalens afkastkrav justeres efter formel 12.

### 7.5.3 Den bogførte egenkapital

Som det ses, af formel 13, er den bogførte egenkapital i år 0 en del af RI-modellens værdiberegning. Hvorvidt denne bogførte egenkapital er en betydelig del af den samlede værdiberegning eller ej, afhænger af i hvilken grad virksomheden vurderes af være værdiskabende eller værdidestruerende i de følgende år. Et argument imod RI-modellen, fra dem som mener cashflow er mere sikker end regnskabsmæssige overskudsbegreber, kunne være at den bogførte egenkapitalen er mere eller mindre arbitrær pga. forskellige landes regnskabspraksis og/eller fordi at f.eks. opskrivning eller nedskrivninger har været posteret direkte på egenkapitalen tidligere i virksomhedens eksistens. – En forkert, f.eks. for lav, egenkapital vil dog have en selvregulerende effekt, idet residualindkomsten vil være højere de følgende år, som resultat af det lavere mængde kapital der kræves forrentet med egenkapitalens afkastkrav. Historisk clean-surplus og konkret regnskabspraksis vil således ingen effekt have på den beregnede værdi, hvilket synes alment anerkendt<sup>243</sup>. Det eneste der virkelig kan påvirke værdiberegningen er således egenkapitalens afkastkrav og budgetterne for de kommende års overskud. – Dette postulat er i vores øjne næsten helt rigtigt, idet en naturlig forudsætning for at en eventuel fejlagtig egenkapital kan blive udlignet igennem senere residualindkomster er, at disse residualindkomster bliver budgetteret fuldt ud. I praksis tager det dog sjældent mange år, før en fejlagtig bogført egenkapital er mere eller mindre udlignet.<sup>244</sup>

### 7.5.4 De budgetterede overskud

De budgetterede overskud der benyttes i RI-modellen, foreslås som udgangspunkt i litteraturen at være årets overskud, dvs. efter skat, renter, finansielle og ekstraordinære poster. – Det er logisk, at det benyttede overskud/afkast skal relatere sig til (stemme overens med) det konkrete afkastkrav og den konkrete investerede kapital.<sup>245</sup> Men hvis der f.eks. tænkes at være en ikke ubetydelig indtægt fra f.eks. en beholdning af obligationer (hvilket dog næppe er sandsynligt for den typiske

---

<sup>242</sup> Gældens antages her risikofri - som førnævnt findes der også beta-relationer, hvor Beta-gæld ( $\beta_D$ ) inddrages.

<sup>243</sup> Plenborg (2000 A)

<sup>244</sup> Stickney m.fl. (2004), s. 885-86

<sup>245</sup> Vestergaard Andersen (2004), f.eks. s. 181

generationsskiftevirksomhed), bør dette afkast dog ikke umiddelbart diskonteres med samme risikojusterede afkastkrav, som overskuddet/afkastet fra den mere risikofyldte primære drift. I den normale version af RI-modellen, som ovenstående fremlagt, benytter man egenkapitalens afkastkrav som diskonteringsfaktor, og det korrekte afkast/overskud der bør måles på, er således det totale overskud/afkast som egenkapitalen producerer. Egenkapitalens afkastkrav må her forudsættes fastlagt af virksomhedsmægler og køber - på baggrund af viden om at indtægterne (måske) stammer fra aktiver med forskellige risikoprofiler.

Soffer & Soffer har fremlagt en version af RI-modellen på et operationelt niveau, hvor kun den primære drift værdiansættes. Her skal WACC'en bruges som diskonteringsfaktor og NOPLAT bruges som udgangspunkt til at beregne residualindkomsten af den primære drift.<sup>246</sup> Dermed kommer RI-modellen til ligne DCF-modellen mere, hvilket formentlig har været en del af motivet. Soffer & Soffer argumenter for, efter vores viden som den eneste, at RI-modellen i virkeligheden er en cashflow model.

Ligesom vi argumenterede for, at det frie cashflow FCF i budgetperioden skulle findes på baggrund af detaljerede budgetter for resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse, så skal årets overskud i budgetperioden selvfølgelig også findes ved hjælp samme detaljerede budgetter – udarbejdet med respekt for de historiske præstationer og en grundig strategisk analyse.

### 7.5.5 Budget- og terminalperioden

Budget- og terminalperiodens længde og tidsmæssige afgrænsning i forhold til hinanden bør fastlægges ud fra samme overvejelser som det var tilfældet ved DCF-modellen. Dvs. at budgetperioden bør strække sig over en passende periode, hvor afslutningen kendetegnes ved at, under- eller overnormal indtjening formodes at normaliseres og ophøre. Tilsvarende bør normaliseringen af unormal høj eller lav vækst i forbindelse med konjunkturer inddrages i fastlæggelsen af budgetperiodens længde, som generelt bør være over en sådan årrække – at kortere uligevægtstilstande ikke bliver afgørende for værdiansættelsen og terminalperiodens forudsætninger.<sup>247</sup>

Som før nævnt mener vi, at en vis forsigtighed (og fornuft) bør guide virksomhedsmægleren hen imod en normalindtjening, hvor  $ROIC=WACC$ , dvs. hvor afkastet er lig afkastkravet, da konkurrencemæssige fordele (*competitive advantage*) og overnormal indtjening må antages

---

<sup>246</sup> Soffer & Soffer (2002), s. 267 ff.

<sup>247</sup> Vestergaard Andersen (2004), s 192, 244-46 + Stickney m.fl (2004), s. 824

midlertidig pga. konkurrence og udvikling i samfundets behov og efterspørgsel etc. En sådan tvungen tilbagevenden til normalindtjening, *mean-reversing*, argumenteres der bl.a. for af James Ohlson, RI-modellens ophavsmand.<sup>248</sup> – Men selvfølgelig, hvis virksomhedsmæglere har begrundet grund til at tro, at mean-reversing ikke vil være tilfældet for den konkrete virksomhed, så bør der tages højde for dette. Høj vækst og værdiskabelse i det uendelige er dog, som før postuleret, ganske utænkeligt. Ligesom negativ vækst og værdidestruktion i det uendelige er umuligt af åbenlyse årsager. Derfor bør virksomhedsmægleren ved slutningen af budgetteringshorisonten (for den konkrete virksomhed) lade sig guide af sund fornuft, såvel som den konkrete virksomheds forhold – og forhindre at terminalperioden bygger på uholdbare antagelser.

Der er dog alternative fortolkninger af hvornår terminalperioden kan/bør indledes, og hvilke antagelser omkring ROIC der er holdbare, i relation til værdiskabelse i terminalperioden. - En terminalperiode som ofte antages uendelig.

Copeland introducerer, men anbefaler dog ikke, hvilket Soffer & Soffer derimod gør, at terminalperioden kan/skal indledes, når ROIC må antages at være lig med WACC for *nye* investeringer, mens de allerede eksisterende aktiver i virksomheden antages at vedblive med at skabe værdi (EVA). Når ROIC=WACC for nye investeringer er terminalperioden værdineutral i forhold til vækst etc., men i denne terminalperiode kan virksomheden stadig skabe værdi, dvs. den samlede ROIC > WACC. Værdiskabelsen (og værdiskabelsens nutidsværdi) neddrøses dog i takt med at årene går. Det synes for os grundlæggende ulogisk, at de nye investeringer, maskiner, aktiver etc. ikke er konkurrencedygtige nok til at kunne producere værdi til ejerne, mens de gamle maskiner i en årrække vedbliver at skabe værdi - indtil de udskiftes af nye maskiner<sup>249</sup>. Såfremt dette afspejler den konkrete virksomhed, synes det åbenlyst, at virksomheden burde undlade at vokse og investere.

Ligeledes introducerer både Soffer, Copeland og Rappaport en endnu mere optimistisk model, som Rappaport argumenterer for undtagelsesvist kan være acceptabel for veldrevne virksomheder med fremragende langsigtede vækstmuligheder<sup>250</sup>. Copeland afviser derimod mere kontant modellen som urealistisk. I modellen antages værdiskabelse i terminalperioden at vokse i uendelighed og som Rappaport og Copeland fremlægger modellen er der tale om, at indtjeningen årligt antages at vokse nominelt med inflationen, og at denne indtjening skal diskonteres med real-WACC'en fratrukket inflations %'en, i stedet for den nominelle WACC. Dette mener Copeland er urealistisk, da den

---

<sup>248</sup> Ohlson (1995) – Møller (1999)

<sup>249</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 281 ff. + Soffer & Soffer (2002), kap. 12

<sup>250</sup> Rappaport (1998), s. 42-46

resulterende formel svarer til, at væksten i indtjeningen kan opnås uden tilsvarende nyinvesteringer.<sup>251</sup> – Grundlæggende er der dog tale om et temperamentsspørgsmål, hvor optimisme er stillet overfor den forsigtighed, som bl.a. vi argumentere for. Visse steder formidles det således videre til studerende, på baggrund af Soffer & Soffer's "Financial Statement Analysis", at en konstant stigende værdiskabelse (med en lav vækstrate) i en uendelig terminalperiode, er det mest realistiske scenarium.<sup>252</sup> Der er dog her næppe tænkt på den typiske generationsskiftevirksomhed. – Soffer & Soffer anbefaler heller ikke en sådan antagelse, men anbefaler som før nævnt, at værdiskabelsen i terminalperioden langsomt neddrøses i takt med at nye værdineutrale aktiver/investeringer afløser de eksisterende værdiskabende aktiver. – Uanset hvad, så skal det understreges at spørgsmålet om *værdiskabelse i terminalperioden* selvfølgelig er et empirisk spørgsmål, som der konkret skal tages stilling til i hver enkelt værdiansættelse.

Men hvis virksomhedsmægler vurderer, som vi har argumenteret for oftest bør være tilfældet, at ROIC på lidt længere sigt bliver lig med WACC'en, så åbner RI-modellen for en nem og pædagogisk hensigtsmæssig løsning. Hvis budgetperioden fortsættes *indtil* den normaliserede indtjening forventes at indtræffe (dvs. hvor den samlede ROIC=WACC), så er der ikke behov for yderligere beregninger ang. en terminalperiode. Nutidsværdien af egenkapitalen kan således findes ud fra formel 13 og budgetterne for budgetperioden - som den bogførte egenkapital plus nutidsværdien af en evt. værdiskabelse, dvs. residualindkomsten i budgetperioden. Der er således ikke behov for at budgettere, indregne eller lave steady-state antagelser omkring en måske evigtvarende terminalperiode. Eneste nødvendige antagelse er, at der **ikke** skabes (eller destrueres) værdi i terminalperioden – hvilket naturligvis bør være virksomhedsmæglerens bedste bud på fremtiden, hvis der skal ses bort fra en sådan terminalperiode.

Virksomhedsmæglerens hovedopgave er således at fastlægge residualindkomsten/værdiskabelsens størrelse og fastlægge i hvor mange år residualindkomst kan forventes - og dermed den passende længde for budgetperioden. Generelt mener vi som sagt, at jo længere ud i fremtiden virksomhedsmægleren kigger, og jo større usikkerhed der kan hæftes på forudsigelserne, desto mere bør virksomhedsmægleren læne sig op af teorien om, at overnormal indtjening er midlertidig – især hvis virksomheden befinder sig i et modent og konkurrencefyldt marked, som det er tilfældet for den typiske generationsskiftevirksomhed.

---

<sup>251</sup> Copeland m.fl. (2000), s. 282-83

<sup>252</sup> <http://www.sam.sdu.dk/undervis/80727.E04/plancher/lektion12.pdf>, d. 28/5-2005



## 7.6 RI-modellen ctr. DCF-modellen

Vi har nu præsenteret og analyseret henholdsvis DCF og RI-modellerne, som begge er absolutte modeller tilhørende den kapitalværdibaserede familie. De 2 modeltyper har dog væsentlige forskelle. DCF-modellen estimerer værdien ud fra den budgetterede udbyttekapacitet i årene fremefter, mens RI-modellen estimerer egenkapitalens værdi ud fra den værdiskabelse, der forventes på baggrund af de kommende års budgetterede overskud og den bogførte egenkapital. Vi vil i dette afsnit diskutere de 2 modellers styrker og svagheder, ud fra vores foregående analyser, og ud fra kriterier for den gode værdiansættelsesmodel som vi indledningsvis vil diskutere.

### 7.6.1 Kriterier for den gode værdiansættelsesmodel

For at kunne diskutere den gode værdiansættelsesmodel starter vi med at klarlægge, hvilke grundlæggende egenskaber en værdiansættelsesmodel bør besidde. Thomas Plenborg, en af Danmarks få dedikerede forfattere af Corporate Finance litteratur, har fremlagt følgende kriterier;<sup>253</sup>

#### Fundamentale krav

- a) Modellens præcision (middelret estimat)
- b) Realistiske forudsætninger

#### Kosmetiske krav

- 1) Brugervenlighed
- 2) Forståelig værdiestimat

Ad kriterie a), så må det være klart, at modellens præcision er endog meget vigtig, idet en model som systematisk leverer forkerte værdiansættelser på baggrund af korrekt implementering og korrekt datainput mht. budget og kapitalomkostninger - ikke bør ligge til grund for forhandlinger og prisfastsættelsen.

Ad kriterie b), så er det ligeledes nødvendigt at de forudsætninger der ligger til grund for modellen og dens beregninger, er realistiske set i forhold til virkeligheden, ellers vil modellen nemlig automatisk levere systematisk forkerte værdiestimater. Forudsætningerne skal også være realistiske set i forhold til den konkrete virksomhed, ellers vil værdiansættelsesmodellen være det forkerte valg til værdiansættelse af den konkrete virksomhed.

---

<sup>253</sup> Plenborg (2000 B)

Ad kriterie 1), så mener Plenborg, at brugervenlighed er en ønskelig attribut. Med brugervenlighed menes der, at modellen er overkommelig og overskuelig, at der stilles forholdsvis små krav til vedkommende der har ansvaret for værdiansættelsen, og at arbejdsbyrden er af beskedent omfang. Vi er enige i, at det er en ønskelig attribut - især i forbindelse med køb og salg af (typisk) små generationsskiftevirksomheder, hvor omkostningerne forbundet med strategisk analyse og efterfølgende værdiansættelse må antages at være en væsentlig overvejelse. Disse omkostninger skal naturligvis ses i forhold til en evt. beskeden overdragelsessum. Brugervenligheden og deraf mindre tidsforbrug og omkostninger i forbindelse med værdiansættelsen skal naturligvis afvejes med modellens præcision og pålidelighed, som alt andet lige er det vigtigste i forbindelse med at nå frem til den rigtige værdi og pris.

Kriterie 2), som Plenborg kalder et forståeligt værdiestimat, er i vores øjne et lidt uheldigt valgt samlebegreb for en række faktorer, som er meget vigtige i forbindelse med at få en handel på plads. Fælles for alle modellerne er, at de leverer et værdiestimat i kroner, euro eller dollars, og derfor bør alle modellernes værdiestimater som udgangspunkt være forståelige for både køber og sælger. Men det Plenborg formentlig mener, er at værdiansættelsen skal være *pædagogisk hensigtsmæssig*, så køber og sælger kan erklære sig enige i eller overbevises om rigtigheden af værdiestimatet - hvilket øger sandsynligheden for at sælger og køber også bliver enige om prisen. En pædagogisk hensigtsmæssig model vil bl.a. sænke den *usikkerhed* som køber (og sælger) vil have overfor værdiansættelsen og værdiestimatet.

De pædagogiske egenskaber af en værdiansættelsesmodel mener både vi og Plenborg bl.a. afhænger af, hvordan værdiestimatet bliver til – herunder hvilken form for måling af de fremtidige afkast som modellerne benytter. Er det værdiskabelse og regnskabsmæssig indtjening som køber og sælger forstår bedst og vurdere relevant - eller er det distributionen, eller den mulige distribution af værdi tilbage til køber, som tillægges relevans. Det er i vores øjne ikke et uvæsentligt spørgsmål, selvom det indlysende nok er vanskeligt at besvare i praksis.

Overvejelser omkring hvem den konkrete køber til virksomheden kunne tænkes at være, dennes præferencer og forestillinger omkring hvad en virksomhed bør vurderes ud fra – bør dog formentlig også spille ind på, hvilken værdiansættelsesmodel virksomhedsmægleren vælger at benytte. Og umiddelbart findes der visse undersøgelser, der synes at indikere at regnskabsmæssige præstationsmål for værdiskabelse generelt tillægges større værdi for købere/aktieinvestorer, end

tilsvarende mål for distribution (dividende) eller mulig distribution af værdi til ejerne, dvs. frie cash-flows.<sup>254</sup>

Modellernes pædagogiske egenskaber spiller ind på troværdigheden af værdiansættelsen i købers og sælgers øjne, men det gør også andre faktorer, såsom f.eks. gennemsigtigheden og detaljeringsgraden af en værdiansættelse.<sup>255</sup> Hvis man, som vi gjorde klart allerede i indledningen, går ud fra at mennesker og selskaber ønsker at maksimere deres profit, så er der god grund til at især køber har mulighed for at sikre sig, at delelementerne, forudsætninger og visse fundamentale sammenhænge overholdes i hvilken som helst værdiansættelse. Denne *gennemsigtighed og detaljeringsgrad* skal selvfølgelig helst ikke være på bekostning af overskueligheden – men må antages at være meget vigtig i forbindelse med mindske købers opfattelse af *usikkerhed* og øge tilliden til værdiestimatet.

En tredje ting, som i vores øjne også må kunne siges at have en betydelig indflydelse på troværdigheden og den usikkerhed som køber tillægger værdiansættelsesmodellens værdiestimat, må være *tidshorisonten og beregningsgrundlagets troværdighed*. Har det datainput, der benyttes i modellerne til at frembringe et værdiestimat, den sikkerhed og relevans der skal til for at køber vil betale for værdien. Hvis det f.eks. vurderes realistisk og overvejende sandsynligt, at virksomheden består i mindst 30-40 år, så er der alligevel et betydeligt *usikkerhedselement*, som ofte vil få en virksomhedskøber til at modsætte sig betaling for noget som helst – der beror på budgettering 30-40 år ud i fremtiden. Hvis en del af værdiberegningsgrundlaget således er en forudsætning om en årlig omsætningsvækst på 1,9 % fra år 7 til år 40, så er forudsætningen måske så realistisk som den kan blive – selvom alle (incl. køber) inderst inde godt ved, at virksomheden med sikkerhed ikke vil opleve en årlig omsætningsvækst på præcist 1,9 % fra år 7 til 40. Derfor vil køber ofte ikke tillægge den del af værdiansættelsen som rækker udover en kortere årrække, typisk 7-12 år, ret megen troværdighed og afslår derfor også ofte at betale for den lange tidshorisont.<sup>256</sup> Modsat kan tidshorisonten for andre værdiansættelsesmodeller være for kort, hvilket også i sig selv er utroværdigt.

Der kan argumenteres for og imod omkring, hvorvidt tidshorisonten og beregningsgrundlagets troværdighed er et kosmetisk eller fundamentalt kriterie. Det kunne også indgå under det kriterie vi

---

<sup>254</sup> Plenborg (2000 B) + Penman (1992) + Bernard (1995). – Vi mener dog at man skal huske på, at de nævnte aspekter hænger uløseligt sammen, og investorerne reagerer måske på de regnskabsmæssige overskud, ud fra deres sammenkædede forventning til højere cash flow og dividende i fremtiden.

<sup>255</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 19-25 + 227

<sup>256</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 21

har valgt at kalde *pædagogisk hensigtsmæssig* (Plenborg; forståeligt værdiestimat), men vi vælger dog at placere det som et særskilt kosmetisk kriterie. Det kunne dog godt hævdes at være et fundamentalt ”problem”, når f.eks. forudsætninger ansvarlig for en stor del af værdiberegningen som bygger på selv de mest realistiske forudsigelser, alligevel har en sådan natur, at de med sikkerhed kan siges - ikke at holde i virkeligheden.

Vores kriterier for den gode værdiansættelsesmodel, som vi løbende vil diskutere de forskellige modeller ud fra, kan derfor fremstilles således.

Fundamentale kriterier	Kosmetiske kriterier
a) Modellens præcision (middelret estimat)	1) Brugervenlig
b) Realistiske forudsætninger	2) Pædagogisk hensigtsmæssig
	3) Gennemsigtighed og detaljeringsgrad
	4) Tidshorizonten & beregningsgrundlagets troværdighed

*Tabel 1: Kriterier for den gode værdiansættelsesmodel.*

Som vi efterfølgende har set det formuleret af Claus Parum. ”*Det overordnede kriterium for valg af værdiansættelsesmetode bør være at vælge en metode, som giver en teoretisk korrekt værdiansættelse. .... Når metoderne resulterer i samme værdiansættelse af et projekt, bør man vælge den metode, der er mest effektiv mht. arbejdsindsats, pædagogisk og informativ*”.<sup>257</sup>

### **7.6.2 Det middelrette resultat og realistiske forudsætninger**

Vi tager udgangspunkt i dividendemodellen, som vi ligesom Plenborg og andre erkender, vil producere det ubetingede (teoretisk) rigtige værdiestimat, såfremt alle inputs er fastlagt med 100 % sikkerhed, dvs. i DDM-modellens tilfælde - dividendernes størrelse og tidsmæssige placering samt egenkapitalens afkastkrav. Hvis en anden model under de samme forhold, dvs. hvor alle nødvendige inputs er 100 % sikre og tilgængelige, leverer et afvigende estimat, så leverer denne model systematisk et fejlagtigt værdiestimat. - Både RI- og DCF-modellen kan, med forskellige forudsætninger, udledes direkte fra DDM-modellen, og de leverer således begge et middelret resultat, hvis implementeret korrekt ud fra hensynet til deres respektive forudsætninger.

---

<sup>257</sup> Parum (2001), s. 195

DCF-modellens grundlæggende forudsætning er dog, i vores øjne, en lille smule mere urealistisk end RI-modellens. DCF-modellen leverer nemlig kun et middelret resultat, hvis hvert års overskydende likviditet<sup>258</sup> investeres i projekter med en nettonutidsværdi på 0.

Plenborg fører bevis for forudsætningen<sup>259</sup>, men bevisførelsen er ved første øjekast svær at komme overens med. For hvad enten forudsætningen overholdes eller ej, synes summen af dividenderne og summen af frie cash flow ikke at være i overensstemmelse med hinanden målt over det tænkte projekts levetid. M.a.o. udbetales der dividende af cash flow som enten ikke eksisterer eller som ikke indregnes.<sup>260</sup> Grunden til dette, og grunden til selve forudsætningen er, at afkast på overskudlikviditeten ikke indregnes som FCF, da afkastet hidrører finansielle investeringer.

I forbindelse med fortolkningen af forudsætningen skal man huske på, at udgangspunktet er, at cash flow tilbageholdt til reinvesteringer, NWC, og budgetterede nyinvesteringer ikke indgår i det frie cash flow. Det frie cashflow er det som bliver tilovers fra den primære drift, og som enten benyttes til udlodning, eller som fjernes fra den primære drift. Det skal i så fald ske ved at sætte den overskydende likviditet i finansielle aktiver til et afkast som gør ejeren indifferent ang. hvorvidt den overskydende likviditet udbetales eller ej.<sup>261</sup> Hvis afkastet er større end afkastkravet, stiger værdien af virksomheden selvsagt, og omvendt falder værdien hvis afkastet er mindre. *Uanset hvad*, så vil en eventuel finansiell værdiskabelse eller værdidestruktion ikke blive fanget af DCF-modellen, idet denne specifikt er tilrettelagt, så den bortser fra den finansielle side af virksomheden. Og hvis der i en finansiell del er værdiskabelse/destruktion vil estimatet således ikke længere blive middelret.

I litteraturen nedtones problemet bl.a. udfra en opfattelse af, at det er blevet mere normalt at udbetale den overskydende likviditet i et forsøg på at stille investorerne tilfreds. Det ser dog ikke ud til at denne opfattelse er helt holdbar, hvad angår f.eks. amerikanske og de danske børsnoterede selskaber.<sup>262</sup> Til gengæld er der heller ingen grund til at tro, at de betydelige mængder finansielle aktiver skulle være særligt værdidestruerende (eller skabende), på trods af at det er en udbredt opfattelse.<sup>263</sup> I vores tilfælde, hvor ejeren samtidig (oftest) er den daglige leder må man antage, at ejeren selv kan bestemme om den overskydende kapital skal udloddes eller ej – eller hvad den overskydende kapital i givet fald skal investeres i. Forudsætningen om, at afkastet på overskudlikviditet er lig afkastkravet synes derfor helt tilforladeligt. Det vil dog altid være at

---

<sup>258</sup> Overskydende likviditet er forskellen mellem mulig udlodning (FCF) og den faktiske udlodning (udbytte+renter)

<sup>259</sup> Plenborg (2000 A)

<sup>260</sup> Plenborg (2000 A)

<sup>261</sup> Ibid. + Penman & Sougiannis (1998)

<sup>262</sup> Richardson (2005) <http://credit.wharton.upenn.edu/faculty/richardson/OverInvestment.pdf>, d. 30/5-2005 + Børsen, d. 25/4-2005

“Dansk erhvervsstop gældfri næste år”

<sup>263</sup> Parum (2001), s. 122

foretrække, hvis det i den konkrete situation også kan antages, at al overskydende kapital udloddes.<sup>264</sup>

Den grundlæggende forudsætning for, at RI-modellen vil levere et middelret estimat, er at budgettet er *clean surplus*, dvs. at indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen og ikke bliver påført egenkapitalen direkte. Dette synes umiddelbart at være en ganske overkommelig opgave for virksomhedsmægleren at sikre i forbindelse med budgetteringen, og såfremt forudsætningen overholdes bliver RI-modellen ufølsom overfor regnskabspraksis, indregningsmetoder m.m. - og vil levere et middelret estimat i et givent scenarie.<sup>265</sup> Hvis begge modeller implementeres korrekt, leverer de således begge middelrette estimater. Den korrekte implementering afhænger af om forudsætningerne overholdes<sup>266</sup>, og hvis begge modeller forudsætninger overholdes for samme konkrete virksomhed, levere de 2 modeller det samme middelrette estimat – på baggrund af virksomhedens budgetter.<sup>267</sup>

Det kan dog også være relevant at se på, hvor gode de 2 modeller er i tilfælde af, at deres implementering ikke er korrekt – dvs. når forudsætningerne brydes, og beregningerne er inkonsistente<sup>268</sup> med budgetterne eller simplificerede i forhold til teorien. Det sker nemlig ofte, eller faktisk næsten altid, at der i praksis laves simplificeringer i større eller mindre grad (såkaldt quick-and-dirty værdiansættelse) eller direkte fejl.

Et par meget omdiskuterede undersøgelser, Penman & Sougiannis (1998) og Francis m.fl. (1997/2000), forsøger begge at påvise, at RI-modellen i praksis leverer mere middelrette estimater end DDM og DCF-modellen.<sup>269</sup> Der er dog inkonsistens indbygget i begge undersøgelser, dvs. begge undersøgelser er quick-and-dirty, idet bl.a. terminalperiodernes vækst er fastsat vilkårligt til 2 yderpunkter, f.eks. 0 & 4 % vækst, uden at være i overensstemmelse med den vækst der lægges op til i det konkrete virksomhedsbudget. – Inkonsistensen er dog ens for alle modeller der undersøges.<sup>270</sup>

Men derudover er det aktiekurser, som lægges til grund for fastlæggelsen af hvad det rigtige estimat ville være eller burde være. Det er selvfølgelig nok også i praksis den eneste måde, hvorpå en stor

---

<sup>264</sup> Kruschwitz & Löffler (1998) + Plenborg (2000 C)

<sup>265</sup> Plenborg (2002) + Plenborg (2000 C)

<sup>266</sup> Bl.a. de førnævnte forudsætninger for udregning af WACC og egenkapitalens afkastkrav og justeringen af disse overfor ændringer i kapitalstruktur, derudover også forudsætningerne omkring benyttelsen af markedsværdier, lånerenten i stedet for den risikofrie rente, og sammenhængende budgetter og konsistens mellem disse modellens input.

<sup>267</sup> Lundholm & O'keefe (2001 A og B)

<sup>268</sup> En konsistent værdiansættelse vil sige, at der laves et sammenhængende budget for resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelsen, at den finansielle gearing i balancen afspejles i de estimerede kapitalomkostninger samt at væksten, som benyttes i værdiansættelsesmodellen genereres fra budgettet. Kilde Plenborg (Den ideelle værdiansættelse)

<sup>269</sup> Penman & Sougiannis (1998) – Francis m.fl. (2000)

<sup>270</sup> Plenborg (2000)

bred undersøgelse kan skaffe en resultatliste at sammenligne estimaterne ud fra, men ikke desto mindre kan undersøgelsens validitet således betvivles, idet aktiekurser kan være ”fejlagtige” - dvs. over- eller undervurderede. Hvis en af modellerne således konsekvent leverer et for lavt værdiestimat, vil en krise (uligevægt) på aktiemarkedet med dertil hørende undervurderede aktier, resultere i at den konservative model med det laveste værdiestimat vil se ud som den mest korrekte. Undersøgelsernes resultat kan, efter vores mening, ikke tillægges megen værdi, fordi virkeligheden og værdiansættelse er så kompliceret - at brede og generelle/overfladiske statistiske undersøgelser simpelthen ikke afspejler virkeligheden tilfredsstillende. F.eks. medfører høj vækst, at det frie cash flow (og formentlig også dividenden) bliver formindsket i en periode. Den gode analytiker kombinerer derfor *i praksis* viden om den konkrete periodes værdiskabelse med periodens FCF og dividende, og justerer værdiansættelsen således at den nuværende vækst og værdiskabelse resulterer i højere FCF og dividende - et stykke ude fremtiden. Når undersøgelserne ikke tager højde for at FCF er tidsmæssigt forskudt samtidig med at være en direkte funktion af tidligere værdiskabelse - så kan DCF-værdiestimatet ikke forventes at være korrekt.<sup>271</sup>

Derfor beviser undersøgelserne heller ikke at RI-modellen er bedre end DCF-modellen, idet undersøgelserne er fyldt med simplificeringer og inkonsistens mellem de faktiske budgetter og de inputs der benyttes i modellerne. Til gengæld, som bl.a. Plenborg påpeger, er det mere rimeligt at betragte undersøgelsens resultat netop ud fra denne inkonsistens og disse quick-and-dirty antagelser, for det kan/vil jo så betyde at RI-modellen, i forhold til de andre modeller, producerer det bedre (*dvs. det mere middelrette estimat*), hvis implementeringen er inkonsistent og simplificeret – hvad den som nævnt ofte er i praksis.<sup>272</sup> Dette synes endda umiddelbart rimeligt, da DCF-modellen pga. dens elementer synes at kræve lidt mere arbejde, omhu og aktive tilpasninger for at producere det middelrette estimat – end hvad der tilsvarende kræves ved arbejdet med en RI-model.

I den forbindelse skal en anden undersøgelse nævnes. Denne undersøgelse forsøger at efterprøve P&S og Francis’s resultater med data-materiale fra samme sted (*Valueline*) – ud fra ønsket om at modbevise de 2 undersøgelsers resultater. I den ene halvdel af undersøgelsen bruges alternative terminal-beregninger<sup>273</sup>, som vanskeliggør at fejl kan tilskrives terminalperioden.<sup>274</sup> Denne del af undersøgelsen siger derfor ikke (direkte) meget om de normale DCF- og RI-modeller. Men værdiestimaterne fra denne del af undersøgelsen indikerede, at når terminal-beregningerne er rigtige

---

<sup>271</sup> Lundholm & O’keefe (2001 B) – Plenborg (2000)

<sup>272</sup> Plenborg (2002) - Hansen, Lejre & Plenborg (2003)

<sup>273</sup> ”Ideelle” terminalværdi-beregninger, fremført af Penman i 1998

<sup>274</sup> Ved bl.a. at inddrage Valuelines forudsigelser omkring markedsværdien/kursen ved budgetperiodens slutning - i terminalberegningerne i de 3 modeller.

– så er modellerne også lige gode. Modsat fås de samme resultater som P&S og Francis m.fl., når de normale formler benyttes, og når vækstraterne (henholdsvis 0 og 2 %) i terminalperioden er inkonsistente og vilkårlige i forhold til den konkrete virksomheds budgetter.<sup>275</sup> Det synes herudfra sandsynliggjort, at P&S og Francis's resultat kan (i hvert fald delvist) tilskrives den effekt inkonsistensen havde på estimatet af terminalperiodens værdi.

Plenborg påpeger også denne inkonsistens og viser samtidig, at denne inkonsistens vil ramme DCF-modellen hårdere end RI-modellen. Sidstnævnte viser han dog ud fra en værdineutral terminalperiode, dvs. hvor værdiskabelsen i terminalperioden antages at være 0, hvilket gør, at vækst i RI-modellen overhovedet ikke påvirker terminalperiodens værdi. - Men baseret på ovenstående kan det konstateres at, hvis der laves simplificerende fejl, f.eks. ang. væksten i terminalperioden, synes det tilforladeligt at konkludere, at RI-modellen leverer det bedre værdiestimat.

Endvidere vil DCF-modellen producere et fejlagtigt resultat, hvis der er inkonsistens mellem fremmedkapitalens afkastkrav i WACC-formlen og de faktisk budgetterede låneudgifter i budgetterne. Dette konsistens-krav er naturligvis irrelevant for RI-modellen. Omvendt er det også klart, at den egenkapitalbaserede RI-model vil levere et mere upræcist estimat end DCF-modellen, hvis egenkapitalens afkastkrav er inkonsistent med budgetterne, dvs. hvis egenkapitalens afkastkrav f.eks. ikke justeres i takt med en større gearing – men i stedet antages konstant.<sup>276</sup>

Den foreløbige konklusion på hvilken model der leverer det mest middelrette estimat må være, at modellerne – hvis korrekt/ideelt implementeret, er lige gode. Men i praksis laves der simplificerende og inkonsistente værdiansættelser, og her afhænger de forskellige modellens egnethed af, hvilken type fejl der begås.

Vi mener dog, at DCF-modellen med terminalperioden og dennes store betydning for det samlede værdiestimat har ét problem, som ofte gør RI-modellen til det bedre og mere sikre valg. Hvis der laves fejl eller simplificerende antagelser omkring terminalperiodens cash-flow, vækst og kapitalstruktur, så synes det klart, at implikationerne er store for DCF-modellen, hvor mellem 56-125% af værdien typisk stammer fra terminalperioden.<sup>277</sup> Hvis virksomhedsmægleren antager, at den konkrete virksomhed, efter en budgetperiode på 5-10 år, ikke længere vil være værdiskabende (eller destruerende), så synes det indlysende at RI-modellen er det bedste valg i praksis. *Hvorfor?* –

---

<sup>275</sup> Courteau, Cao & Richardson (2000)

<sup>276</sup> Petersen & Plenborg (2004)

<sup>277</sup> Plenborg (2000) + Plenborg "Valg af ideel værdiansættelsesmodel"



Ja, fordi der så ikke findes nogen risiko for at fejl, simplificerende antagelser eller inkonsistens i terminalværdiens beregning, resulterer i et forkert værdiestimat.

RI-modellen er *i dette tilfælde* langt den simpleste løsning. Og når der i praksis, som før nævnt, ofte begås fejl eller simplifikationer i værdiansættelserne, så bør disses indflydelse selvfølgelig minimeres. RI-modellen fjerner helt risikoen for fejl i terminalberegningen, og beregningen af en budgetperiode på f.eks. 5 år bør kunne overskues og foretages uden simplificerende antagelser, inkonsistens eller fejl. Og eventuelle fejl begået i budgetperioden, må også alt-andet-lige være lettere at identificere og rette, da der her bl.a. findes detaljerede budgetter, hvis indhold og sammenhæng kan kontrolleres af køber.

Hvis der omvendt forventes/antages (konstant) værdiskabelse i en terminalperiode, så er der ved begge modeller risiko for fejl, simplificerende antagelser - i forbindelse med fastlæggelsen af terminalperiodens værdi.

Men en god idé, som nævnes forbløffende sjældent i forbindelse med diskussioner omkring hvilken model der er den bedste, er at køre den konkrete virksomheds budgetter og antagelser igennem både RI-modellen og DCF-modellen. Dermed får virksomhedsmægleren præsenteret den rette værdi, og samtidigt illustreret forskellen mellem hvornår værdien skabes og hvornår værdien påregnes at kunne udloddes tilbage til ejerne og långivere. Begge dele er uden tvivl vigtige at få klarlagt for køber m.fl. - Og hvis der skulle være nævneværdig forskel på de 2 modellers værdiestimat ud fra det givne budget og antagelser omkring terminalperioden, så bør en analyse af de 2 modeller og deres enkeltfaktorer kunne afsløre inkonsistensen – da de som før nævnt bør levere samme estimat, når de er korrekt implementeret.

### 7.6.3 Brugervenlighed

Den diskussion der har været omkring, hvilken af modellerne der i praksis leverer det mest korrekte værdiestimat er selvfølgelig vigtig, men er også hæmmet af at alle er enige om at modellerne er teoretisk ækvivalente. Lundholm og O'keefe's kritik af P&S's undersøgelse og konklusioner bygger netop på dette, at hvis de simplificerende antagelser ikke var sket, hvis der havde været konsistens mellem budgettet og beregningerne – ja, så ville modellerne have leveret samme estimat.<sup>278</sup> Det afgørende argument for den ene models overlegenhed overfor den anden, synes ikke at kunne baseres på dårlig og mangelfuld implementering af en ellers teoretisk holdbar model. Derfor bør de øvrige kriterier for den gode værdiansættelsesmodel inddrages i bedømmelsen af modellerne, se afsnit 7.6.1.

---

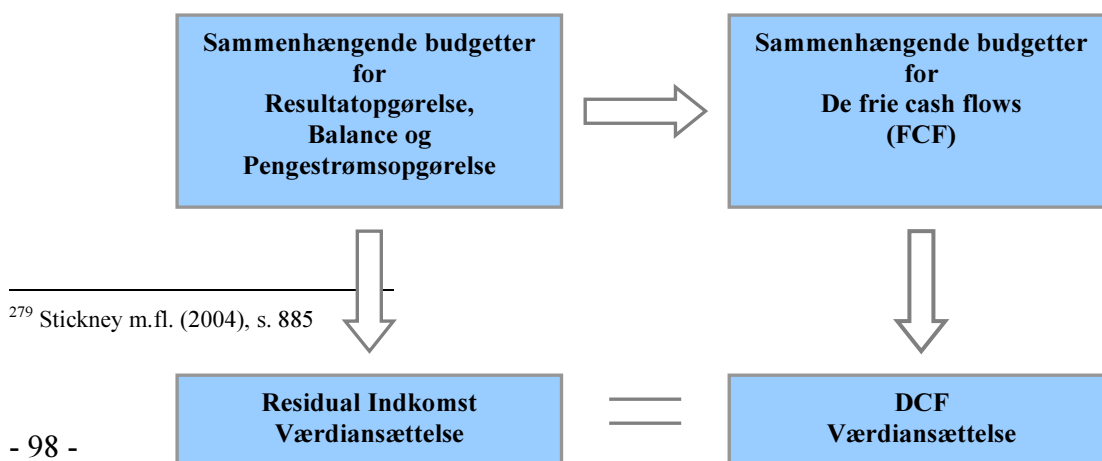
<sup>278</sup> Lundholm & O'keefe (2001 A) + (2001 B)

I dette afsnit vil vi se på modellernes brugervenlighed. - Brugervenligheden skal bedømmes ud fra modellernes kompleksitet og tilgængeligheden af de nødvendige data, som stiller krav til det nødvendige tidsforbrug. Vi lægger selvfølgelig til grund at der er tale om værdiansættelse af en typisk mindre generationsskiftevirksomhed, hvor vi i øvrigt benytter risikopræmien på aktiverne ( $RP_A$ ) til fastlæggelsen af egenkapitalens afkastkrav.

Grundlæggende er der ikke tale om den helt store forskel i brugervenligheden. Begge modeller er komplekse og kræver et stort arbejde for at sikre den gode konsistente værdiansættelse. Langt størstedelen af arbejdet ligger i den strategiske analyse og i de nødvendige overvejelser for udarbejdelsen af de konsistente budgetter.

DCF-modellen kræver, at de årlige fremmedkapitalomkostninger estimeres og omregnes til en procent-sats (lånerenten) - som i øvrigt skal være konstant, hvis WACC'en skal kunne antages konstant. Såfremt forudsætningen om en konstant lånerente ikke kan antages at matche virkeligheden, skal WACC'en omregnes år for år (*en forudsætning for en terminalperiode er en konstant lånerente*). Dette er naturligvis et større arbejde. RI-modellen kræver dog også en omhyggelig vurdering af de årlige fremmedkapitalomkostninger, der så i stedet fratrækkes som en udgift i budgettet. Justeringer og fastlæggelse af egenkapitalens afkastkrav samt af kapitalvægtene er endvidere lige "komplicerede" og påkrævede for RI- som for DCF-modellen.

DCF-modellen kræver udregning af de frie cash flows (FCF), hvilket kræver dyb indsigt i virksomheden, specifikt dennes investeringsbehov og investeringstiming, samt udviklingen i arbejdskapitalen. Denne indsigt bør dog principielt også kræves ved anvendelsen af RI-modellen, om end det næppe har helt samme prioritet. Den konkrete beregning af de frie cash-flows kræver noget ekstra arbejde, dog ikke voldsomt meget, idet det jo er de samme konsistente regnskabsbudgetter som er udgangspunktet for begge modeller, og da beregningerne bør foregå i et regneark. – Som Stickney påpeger, er der dog tale om et ekstra trin i værdiansættelsesprocessen, som strengt taget ikke er nødvendigt, idet RI- og DCF-modellen giver samme resultat.<sup>279</sup>



Figur 10:

I tilfælde af at ROIC vurderes at være lig med WACC'en efter budgetperiodens ophør, er analytikeren i RI-modellens tilfælde færdig, når den eksplicite budgetperiode er værdiansat. Analytikeren der arbejder med DCF-modellen skal derimod beregne værdien af terminalperiodens cash flow og naturligvis sikre sig at denne bliver beregnet ud fra holdbare antagelser – dvs. bl.a., at den benyttede frie cash flow stemmer overens med at  $ROIC=WACC$ .

Men set i lyset af det væsentligt større arbejde der bør lægges i analysefasen og omhu mht. budgetteringen, dvs. skabelsen af grundlaget for værdiansættelsen, så er der dog efter vores opfattelse ikke en afgørende forskel i arbejdsbyrden ved en *konsistent implementering* af henholdsvis DCF- eller RI-modellen. DCF-modeller kræver dog en smule mere arbejde af analytikeren.

#### 7.6.4 Pædagogisk hensigtsmæssighed

Den pædagogiske hensigtsmæssige værdiansættelsesmodel er den som køber og sælger forstår og sætter sin lid til. Desto større forståelse og accept af værdiansættelsesmodellen og dermed af værdiestimatet - jo større sandsynlighed er der i vores øjne for, at køber og sælger kan enes om en pris. Som nævnt i afsnit 7.6.1, så er spørgsmålet om, hvad værdien måles ud fra bestemt ikke uvæsentligt. Flere undersøgelser, bl.a. udført af Plenborg og Bernard, viser at der er en høj korrelation mellem de regnskabsmæssige overskud og svingninger på aktiemarkedet.<sup>280</sup> Det betyder med andre ord, at investorer reagerer prompte på om årets overskud stiger eller falder, hvilket tyder på at investorerne tillægger perioderegnskabet overskudsmål stor værdi. Det er jo også logisk, idet årets resultat er et, om end ikke perfekt, så dog et udmærket og gennemreguleret mål/udgangspunkt for at bedømme periodens værdiskabelse. Vi ved i kraft af at vi er cand.merc.aud.-studerende, at der ligger dybe overvejelser bag god praksis, lovgivning og vejledninger, og at fokus i stadig højere grad ligger på udfordringen med korrekt at afspejle en virksomheds værdier og periodemæssige værdiskabelse. Og årets resultat er et residual af netop disse anstrengelser.

---

<sup>280</sup> Svingninger i cash flows er i modsætning hertil, ikke korreleret med svingninger i kurserne. Plenborg (2000) – Bernard (1995) – Stickney m.fl. (2004), s. 880

Penman & Sougiannis's hævder således også i deres før omtalte undersøgelse, at brugen af perioderegnskabet har væsentlige fordele, idet perioderegnskabet trækker fremtiden frem og afspejler de fremtidige fordele der spares op til senere udbetaling til ejerne. Perioderegnskabet behandler bl.a. ikke investeringer som noget negativt, der skal trækkes fra - men afspejler derimod med afskrivningerne *i teorien* forholdet mellem de omkostninger der er forbundet med ejerskab, drift og brug af investeringer – og de indtægter der strømmer ind pga. disse investeringer.<sup>281</sup> Ejeren er i sidste ende utvivlsomt interesseret i udbytte eller frie cash flows, men for at kunne estimere værdien af disse - er det måske ikke umiddelbart særligt informativt at betragte de cash flows, der ligger indenfor budgetterings-/forudsigelseshorisonten.

*”Cash is king in the sense that investors look for positive cash flows ultimately, but near-term cash flows may not be a good indicator of the long-term cash flows”*<sup>282</sup>

Det synes langt mere informativt for brugerne at se på året resultat og periodens værdiskabelse, hvis man skal bedømme cash flow på langt sigt. Og som Penman viste i 1992, er værdiansættelsesmodeller baseret på værdiskabelse frem for værdidistribution også generelt nemmere at forstå for brugerne – og derfor blev det argumenteret, at akademikere burde fokusere på at måle og forudsige værdiskabelse og fagfolk burde benytte modeller baseret på værdiskabelse.<sup>283</sup>

Disse synspunkter er vi helt enige i, da *en større forståelse vil føre til en lavere usikkerhed.*

DCF-modellens behandling af investeringer er endvidere ikke heldig ligesom vækst også afspejles uheldigt i modellen.<sup>284</sup> Ofte vil det være sådan, at desto bedre det går for en virksomhed, jo længere ude i fremtiden vil værdien blive indregnet. Distributionen eller den mulige distribution af værdi tilbage til ejeren (og långiver), synes udover at være vigtig, også intuitivt mere usikkerhedspræget - end den faktiske værdiskabelse vi kan observere eller forudsige indenfor en vis tidshorisont. Værdiskabelse til ejerne bør derudover som før nævnt, se afsnit 6.1, være enhver virksomheds overordnede eksistensberettigelse, og derfor synes det også hensigtsmæssigt at benytte en værdiansættelsesmodel, som leder fokus hen på denne overnormale indtjening og dermed også på, hvad der skaber denne værdiskabelse, dvs. virksomhedens underliggende valuedrivers. Dette er bl.a. motivet bag udviklingen af EVA-modellen. RI-modellen har de samme positive egenskaber, og er derudover lidt enklere opbygget.<sup>285</sup> I modsætning hertil leder DCF-modellen, efter vores mening,

---

<sup>281</sup> Penman & Sougiannis (1998)

<sup>282</sup> Penman (2001)

<sup>283</sup> Penman (1992) – Bernard (1995) – Plenborg (2000 A)

<sup>284</sup> Penman kalder DCF-modellens behandling af investeringer *pervers*. – Og den uendelige tidshorisont er voodoo-regnskabsførelsen måde at indhente den fejlagtige regnskabsførelse i budgetperioden. Penman (2001)

<sup>285</sup> Bernard (1995)

først og fremmest fokus hen imod investeringerne og selvfølgelig også på frigivelse og binding af cash flow i forbindelse med driften.

Derudover mener vi at den bogførte egenkapital er en størrelse, den typiske køber af en generationsskiftevirksomhed, kan forholde sig til, og det er klart at køber vil betale mere for denne bogførte egenkapital, såfremt virksomhedens forudsiges at ville forrente denne egenkapital med mere end afkastkravet. Omvendt vil værdien af virksomheden for en konkret køber, svare nøjagtigt til den bogførte egenkapital, såfremt afkastet netop forventes at ville kunne forrente den bogførte egenkapital med købers afkastkrav.<sup>286</sup>

### 7.6.5 Gennemsigtighed og detaljeringsgrad

I vores øjne tilbyder begge modeller stor gennemsigtighed og detaljeringsgrad, idet detaljerede budgetter for resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse som udgangspunkt kræves udarbejdet for begge modeller i forbindelse med værdiansættelse af budgetperioden. DCF-modellen kræver dog derudover en særskilt beregning af de frie cash flows, hvilket bl.a. bringer investeringer og vækstens likviditetskrav i fokus. Et FCF-budget i DCF-modellen klarlægger således nøjagtigt størrelsen af de indregnede re- og nyinvesteringer samt deres timing. Dette er vigtigt bl.a. for at kunne vurdere realismen, når investeringer sammenholdes med den budgetterede vækst. I RI-modellen fremgår investeringer ved en forøgelse af aktiverne i balancen og fordelt over en årrække som afskrivninger. Det er dermed ikke specificeret helt så udførligt, hvad der påregnes investeret og hvornår. I en konkret værdiansættelse og forhandling mellem køber og sælger, synes det derfor tilrådeligt på eller anden facon at fremstille en særskilt specificering.<sup>287</sup>

Ligeledes kan en opgørelse af de frie cash flows være en hjælp til at fastlægge driftens og vækstens likviditetsbehov/bindinger, og det vil altid være godt for køber på forhånd at få afklaret, om en vis periode med meget lav eller negativ FCF kan forventes. En meget lav (eller negativ) FCF kan (vil) betyde, at driften ikke generer tilstrækkelig indstrømning af cash flow til at finansiere de planlagte (vækst-)investeringer og samtidig betale renter (eller udbytte for den sags skyld) – hvilket nødvendiggør yderligere løbende låntagning eller kapitalindskud.

I DCF-modellen er den indregnede lånerente ydermere specificeret i den anvendte formel, mens lånerente ikke specificeres i RI-værdiansættelsen. Det er derimod fremmedkapitalomkostningerne, som er indregnet som en omkostning i budgettets resultatopgørelse. I praksis vil køber utvivlsomt være interesseret i at vide nøjagtigt hvilken lånerente, der ligger til grund for værdiestimatet, hvorfor

---

<sup>286</sup> <http://www.buy-and-sell.it/pdf/Nyhedsbrev-MAJ2003-WEB.pdf>, d. 7/7-2005

<sup>287</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 22-23

dette bør klarlægges særskilt. Endvidere er kapitalvægtene mere tydelige i DCF-modellen, men dette er formentlig sjældent en fordel i praksis.

Til gengæld for denne lidt højere detaljeringsgrad i DCF-modellen, så viser RI-modellen den forventede værdiskabelse til ejerne hvert år igennem budgetperioden - efter at egenkapitalen er aflønnet med sit afkastkrav. Både køber og sælger vil være interesseret i, at netop dette bliver tydeliggjort. Sælger har nemlig utvivlsomt interesse i, at køber fokuserer på dette og derigennem ser potentialet - både for at få en handel i hus, men selvfølgelig også for at opnå en ordentlig pris. Og køber er interesseret i en virksomhed der kan skabe værdi, og som forhåbentlig kan skabe mere værdi end det der allerede indgår i værdiestimatet. Derfor er klarlæggelsen af den årlige værdiskabelse et afgjort plus ved RI-modellen - da det er et godt udgangspunkt for forhandlingerne. Begge modeller bygger på detaljerede budgetter og selvom DCF-modellen er en anelse mere gennemsigtig i form af den eksplicitte fastlæggelse af investeringerne og lånerenten, så præsenterer RI-modellen i vores øjne de vigtigste faktorer. Investeringer og lånerenten bør og kan præsenteres særskilt for at sikre en endnu højere grad af gennemsigthed.

#### **7.6.6 Tidshorizonten & beregningsgrundlagets troværdighed**

Det er et åbenlyst problem for DCF-modellens troværdighed, at størstedelen af værdien indregnes i en terminalperiode, der efterfølger en budgetperiode på typisk 5-12 år. Budgetperioden er vel navngivet, idet det er den periode hvori man med bare en snert af sikkerhed kan udarbejde budgetter.<sup>288</sup> Så er spørgsmålet bare, hvad man bør budgettere? Er det budgetter for frie cash flows, perioderegnskabet, eller dividender, som det giver mest mening at budgettere - og som siger mest om virksomhedens værdi? Penman tager udgangspunkt i netop ovenstående spørgsmål i argumentationen for RI-modellens overlegenhed<sup>289</sup> – men det må dog være klart, mener vi, at visse sammenhænge bevidst ignoreres i forsøget på at forstærke pointen. Budgettet for de frie cash flows er jo f.eks. slet ikke uafhængigt af perioderegnskabet, og i realiteten er FCF-budgettet (og dermed også DCF-modellen) blot lidt ekstra informations-krydderi på perioderegnskabet og budgetterne for dette. Det er jo bl.a. også derfor, at Penman selv har kunnet argumentere for, at DCF-modellen i virkeligheden er en perioderegnskabsmodel, når konvergensformlen benyttes til terminalberegningen, se formel 6.<sup>290</sup>

Der er efter vores bedste overbevisning ikke noget problem forbundet med sikkerheden af terminalperiodens værdi, så længe at terminalperiode-beregningen bygger på de mange gange

---

<sup>288</sup> Penman (2001)

<sup>289</sup> Ibid.

<sup>290</sup> Penman & Sougiannis (1998)

førnævnte detaljerede regnskabsbudgetter for budgetperioden.<sup>291</sup> Men såfremt dette ikke sker, og analytikeren f.eks. sætter en vilkårlig valgt vækstrate ind på 4 %, hvor denne burde være 2 % ifølge den analyse og det budgetteringsarbejde, som måske også delvist er undladt – ja, så bliver værdiestimatet selvfølgelig forkert<sup>292</sup> - og det bliver forholdsvist meget forkert, da terminalperioden betyder meget for den samlede værdi. Lundholm og O'keefe har dog her helt ret i deres kritik af P&S's argumenter og resultater; Det betyder ikke noget, hvornår værdien indregnes – så længe værdiberegningerne baseres på samme budgetter og samme forudsætninger.

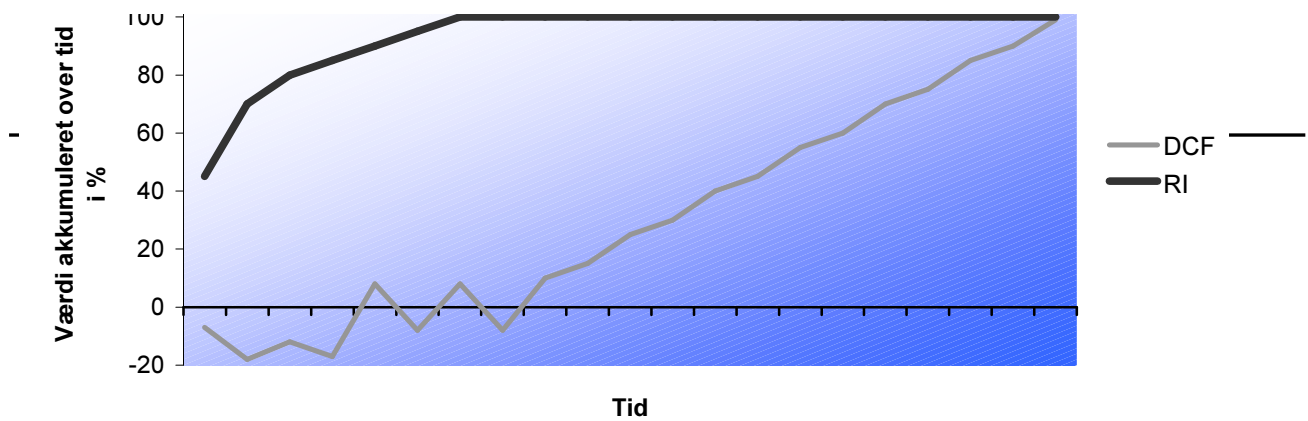
*Men* der er ingen grund til at fremstille virksomhedens værdiestimat på en sådan facon, så at det er svært for udenforstående (og fagfolk for den sags skyld) at forstå, - at værdiestimatet *kun* bygger på de observationer og antagelser der kan gøres *indenfor* budgetteringshorisonten. Og terminalperiodens store betydning kan også være et problem i tilfælde af, at der begås fejl ved f.eks. at vækstprocenten sættes uden sammenhæng med budgettet eller at  $FCF_{T+1}$ , der benyttes til terminalberegningen ikke repræsenterer steady-state. *Vi mener* nemlig, at forkerte antagelser og fejl m.m. må antages at være nemmere at gennemskue, desto tættere de ligger på år nul – især fordi de efterfølgende års detaljerede budgetter kan hjælpe til med at forstærke og afsløre disse uoverensstemmelser og uholdbare antagelser.

Derfor mener vi at der kan argumenteres fornuftigt for, at det er bedre at indregne værdien så tidligt som muligt – når man nu har valget. Dermed får køber og brugerne en bedre chance for at forstå, hvad det er der ligger bag beregningen – og forsikre sig selv om, at der ikke er begået fejl. I øvrigt mener vi, som allerede nævnt, at antagelsen om uendelig levetid altid bør skurere ubehageligt i købers ører. Det kan godt være at antagelsen i praksis ikke betyder meget, men den er ubehagelig - fordi den er indlysende forkert. Hvilket naturligvis vil øge købers usikkerhed i forhold til værdiestimatet.

---

<sup>291</sup> Lundholm & O'keefe (2001 A) + (2001 B)

<sup>292</sup> Bemærk at eksemplet bygger et tilfælde hvor  $ROIC \neq WACC$  i terminalperioden. Vækst betyder kun noget for værdien, såfremt der er værdiskabelse eller værdidestruktion i perioden. – Vi har hidtil argumenteret for at man bør fortsætte budgetperioden, indtil der ikke længere forventes værdiskabelse/destruktion.



Figur 11: Et tænkt (og ekstremt) eksempel på indregning af værdi med henholdsvis en DCF-model og RI-model.<sup>293</sup>

Men dermed ikke sagt, at DCF-modellens værdi-indregning ikke fortæller køber noget meget relevant. Det gør den bestemt, idet jo længere ude i fremtiden værdiskabelsen skal/kan hentes hjem i form af kontant udbytte, desto større er risikoen for - at virksomheden i mellemtiden begynder at destruere den værdi, som endnu ikke er frigjort. Så det er i høj grad relevant for køber at vide, hvor mange år han skal leve med risikoen, og i realiteten vil risikopræmien ofte blive justeret ud fra netop længden af denne tidshorizont.<sup>294</sup>

Tidshorizonten for levetiden og den akkumulerede værdi er i vores øjne et alvorligt troværdighedsproblem for DCF-modellen. Vi mener dog, at det primært er et kosmetisk problem i forhold til at mindske den usikkerhed der kan blive tillagt værdiestimatet, modsat f.eks. Penman & Sougiannis som argumenterer for at tidshorizonten er et mere fundamentalt problem. - RI-modellen virker for os helt klart mere intuitiv tiltalende, både hvad angår den hurtige indregning af værdien og også angående den i praksis meget kortere påkrævede levetid (i modellen, såfremt  $ROIC=WACC$  efter budgetperioden).

### 7.6.7 Konklusion på DCF- ctr. RI-modellen

Som det er blevet klarlagt har RI- og DCF-modellen forskellige styrker og svagheder. Samlet set ser det ud til, at virksomhedsmægleren ved benyttelse af RI-modellen har mindre risiko for at producere et væsentligt forkert værdiestimat. DCF- og RI-modellen bør dog altid give samme resultat, når der lægges ens forudsætninger og antagelser bag, og når værdiansættelserne er konsistente. Men hvis dette ikke er tilfældet synes visse undersøgelser at indikere, at RI-modellens værdiestimat er mindre påvirkelig. Derudover mener vi, at det bør være nemmere at gennemskue inkonsistens og fejl, hvis disse begås i budgetteringsperioden. Værdiestimatet bliver i RI-modellen normalt udelukkende beregnet ud fra budgetteringsperioden, og derfor bør RI-modellen alt andet

<sup>293</sup> Baseret på Plenborg (2000 A)

<sup>294</sup> Vestergaard Andersen (2004)



lige foretrækkes. Der kan dog være megen fornuft i at anvende begge modeller samtidig, idet DCF-modellen klarlægger de indregnede investeringer, som bl.a. er relevante at sammenholde med den indregnede vækst. Derudover illustrerer DCF-modellen den tidshorisont, der skal påregnes før, at værdierne og værdiskabelsen kan trækkes ud af virksomheden, hvilket er relevant set i forhold til risikovurderingen. Endelig bringer DCF-modellen også fokus på den virkning vækst (og investeringer) har på likviditeten, dvs. det faktum at en periode med vækst vil kræve bindinger af likviditet/cash flow. Omfanget af dette er vigtigt at klarlægge, da en virksomhed med mangel på likviditet kan blive tvunget til at standse væksten eller alternativt skaffe yderligere likviditet fra ejerne eller långivere – eller i værste fald gå i betalingsstandsning m.m.

RI-modellen har dog også adskillige kosmetiske fordele. Blandt andet så fokuseres køberens, sælgerens og virksomhedsmæglerens opmærksomhed på værdiskabelsen, størrelse af denne - og længden af den periode, hvori værdiskabelse kan forventes. Virksomhedens valuedrivers er nøglen til at forstå værdiskabelsen, og derfor kan det forventes, at de involverede reflekterer over og nærmere analyserer disse – hvilket ubetinget er en fordel. Derudover virker RI-modellen intuitiv mere tiltalende for os, ligesom vi mener, at den typiske køber af en generationsskiftevirksomhed også forstår, at den bogførte egenkapital, det tilhørende afkastkrav og den eventuelle værdiskabelse, er et naturligt grundlag for værdiansættelse.<sup>295</sup> – Det er et mere naturligt udgangspunkt, end den mulige tilbagedistribution af værdi til ejer og långiver som FCF repræsenterer.

---

<sup>295</sup> <http://www.buy-and-sell.it/pdf/Nyhedsbrev-MAJ2003-WEB.pdf>, d. 7/7-2005

## 7.7 P/E-metoden

P/E-metoden er som tidligere nævnt i afsnit 4.1 en relativ værdiansættelsesmetode. De relative værdiansættelsesmetoder bliver også omtalt som de markedsbaserede tilgange – formentlig af flere årsager. Først og fremmest fordi de relative værdiansættelsesmetoder forsøger at udnytte den prisfastsættelse, der hele tiden foregår på det frie marked (f.eks. i form af kursdannelsen), men navnet ”markedsbaserede tilgange” er også velvalgt, fordi der bagvedliggende gemmer sig antagelser om markedets effektivitet og perfektion. Dvs. en tro på, at den rigtige pris findes ved at kigge mod markedet.

P/E-metoden benytter en fra aktiemarkedet kendt sammenhæng, som på formel kan udtrykkes således:<sup>296</sup>

$$P / E = \frac{K}{EPS} \quad \text{eller} \quad K = P / E \times EPS$$

Formel 15:

P/E = prisen på overskudskrone, K = kursen eller markedsværdien pr. stk aktie

EPS (Earnings Per Share) = ordinært resultat efter skat og minoritetsandele divideret med antal aktier

Denne sammenhæng bliver til en decideret værdiansættelsesmetode ved at gange den konkrete virksomheds forventede ordinære resultat (*dvs. EPS X antal aktier*) med en fra andetsteds kendt P/E-værdi.<sup>297</sup>

Formel 16:  $EqC_{MV} = P / E_{Markeds} \times \text{ordinært resultat efter skat}_{Virksomhedens}$

Kernen i P/E-metoden ses grundlæggende at være tanken om, at markedsværdien af den konkrete virksomheds egenkapital, kan findes ved at gange en allerede *kendt P/E-værdi* fra markedet med et

---

<sup>296</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 295

<sup>297</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 295

*budgetteret ordinært resultat for virksomheden* – og det er således disse to faktorer, der skal benyttes til beregningen.

### 7.7.1 P/E-værdien fra markedet

P/E-værdien fra markedet er den mest kontroversielle og krævende del af P/E-metoden, idet den skal opfange og afspejle mange relevante faktorer for værdiansættelsen, heriblandt:

- Risikovurderingen - nu og i fremtiden
- Kapitalstruktur, dvs. finansiel risiko<sup>298</sup>
- Forventninger til vækst – samme branche, m.m.
- Fremtidig værdiskabelse
- Forventet levetid
- Frie cash flows & dividende – deres tidsmæssige fordeling
- Aktiens (eller virksomhedens) likviditet, dvs. salgbarhed
- Anvendte regnskabsprincipper

Visse af disse ovenstående punkter relaterer sig til hinanden, f.eks. så vil fordelingen af frie cash flows ligesom aktiens likviditet kunne influere på risikovurderingen. Derudover kunne der uden tvivl sikkert føjes flere punkter til.<sup>299</sup>

Tanken er, at analytikeren kan benytte P/E-værdien fra en virksomhed (eller en peer-gruppe) der på de ovenstående (og alle andre relevante) punkter vurderes at være identisk med den virksomhed der ønskes værdiansat. Det eneste punkt hvor de sammenlignede virksomheder principielt ikke behøves at være identiske, er størrelsesmæssigt. En virksomhed der således har dobbelt så stor omsætning, men med nøjagtigt samme vækstmuligheder, indtjeningskvalitet, værdiskabelse, risiko etc. – vil således efter teorien skulle handles til samme P/E-værdi.<sup>300</sup> Den grundlæggende filosofi bag P/E-metoden synes umiddelbart logisk. Hvis der fandtes 2 virksomheder, der var identiske på alle relevante punkter, skulle/burde virksomhedens overskud på et perfekt marked handles til samme P/E-værdi. Hovedproblemet med P/E-metoden er, at der ikke findes mange virksomheder der er 100 % identiske.<sup>301</sup> - Der kan derfor med det samme sås tvivl omkring, hvorvidt de essentielle faktorer såsom f.eks.; de fremtidige afkast, nutidsværdien af penge, et risikojusteret afkastkrav, og tidshorizonten/levetiden, bliver tilfredsstillende behandlet med P/E-metoden.

---

<sup>298</sup> I tilfælde man ønsker at sammenligne med virksomheder med anden kapitalstruktur kan multiplen EV/EBIT benyttes i stedet. Plenborg (2000 B)

<sup>299</sup> FSR (2002)

<sup>300</sup> Soffer & Soffer (2002), s. 386

<sup>301</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 18+29 frem

Vi vil hævde, at virksomheder med hvad dertil hører af kunder, medarbejdere og aktiver m.m., som alt overvejende hovedregel er helt unikke. Selvom det er i princippet er muligt (men usandsynligt) at finde to virksomheder med samme vurderede indtjeningskvalitet, risiko og vækstmuligheder etc. et givent år eller måske endda igennem en kortere årrække, så vil virksomhederne aldrig være helt identiske. Værdiansættelsen vil derfor være behæftet med fejl, og fejls størrelse afhænger af graden, hvormed de sammenlignede virksomheder adskiller sig fra hinanden. Der er derfor også lagt op til, at en god værdiansættelse efter en relativ metode bør kræve et betydeligt arbejde med at lokalisere sammenlignelige virksomheder.<sup>302</sup>

P/E-værdier er løbende opdateret og offentliggjort for så vidt angår børsnoterede selskaber, men i forbindelse med køb og salg af små unoterede virksomheder synes multipler fra store børsnoterede selskaber i det store og hele ubrugelige - bl.a. pga. åbenlyse forskelle i investorernes exitmuligheder. I stedet kan virksomhedsmægleren benytte multipler beregnet ud fra tidligere gennemførte handler af lignende små unoterede virksomheder i samme branche etc. I teorien bør virksomhedsmægleren som sagt finde en fuldkommen identisk virksomhed at sammenligne med – men i praksis vil der blive opstillet en sammenligningsgruppe, en såkaldt peer-gruppe, af nogenlunde sammenlignelige virksomheder. Deres gennemsnitlige P/E-værdi vil eventuelt kunne justeres med en præmie (eller discount), hvis der vurderes at være positiv (eller negativ) forskel mellem den konkrete virksomhed og peer-gruppen.<sup>303</sup>

P/E-værdien kan hvis den findes på denne måde, udlægges som markedets prissætning af en identisk (eller sammenlignelig) overskudskrone. Yderligere bagvedliggende antagelser for at denne værdiansættelse via P/E-metoden kan forsvares er, at 1) der findes et perfekt og 100 % effektivt marked og 2) at nøjagtigt samme markedskræfter gælder for de sammenlignede virksomheder - m.a.o. at prisdannelsen kan anses at være ens *og ubetinget rigtigt* i alle handelssituationer. Hvis dette ikke gælder, og man således forestiller sig, at det anses for muligt at virksomhederne i peer-gruppen kunne være f.eks. 20 % undervurderede, så ville det selvfølgelig være *uforsvarligt* at værdisætte den konkrete virksomhed ud fra deres (*potentielt forkerte*) P/E-værdier. Ligeledes kræver P/E-metoden, at man anser prisdannelsen for at være ens for alle virksomhederne, dvs. for peer-gruppen og for virksomheden under værdiansættelse. Ellers ville de naturligvis ikke skulle handles til samme P/E-værdi. – Disse forudsætninger for metoden mener vi er meget urealistiske og dermed brydes et af de fundamentale krav til den gode værdiansættelsesmodel, se tabel 1.

---

<sup>302</sup> I litteraturen findes foreslået visse teknikker til udvælgelsen af peer-gruppen. Sanjeev Bhojraj m.fl. "Who is My Peer?" Journal of Accounting Research Vol. 40, No. 2 pp. 407-439. Kilde: Stickney m.fl. (2004) s. 943

<sup>303</sup> Stickney m.fl. (2004) s. 943-44 + Vestergaard Andersen (2004) s. 29 frem. + Petersen & Plenborg (2003)

En af de førende aktører indenfor værdiansættelse i Danmark er fortalere for, at P/E-værdien kan tolkes og dermed blive fastlagt ud fra en alternativ fremgangsmåde. Fortolkningen afviger fra det teoretiske grundlag, men er for os intuitiv mere tiltalende. I stedet for benyttelsen af peer-gruppens eller børsnoterede selskabers P/E-værdi, overlades det i stedet til virksomhedsmægleren at fastlægge P/E-værdien ud fra en analyse og vurdering af den konkrete virksomheds risikoprofil og salgbarhed - sammenholdt med købers afkastkrav.

P/E-værdien bliver her i stedet en funktion af investorens afkastkrav, der siges at være den tilhørende reciprokke værdi - og som fastlægges som den risikofrie rente *plus* et vurderet virksomhedsspecifikt og subjektivt risikotillæg, der kræves for at investere i den pågældende virksomhed.

Formel 17:

$$\frac{1}{P/E} = (r_F + \text{risikotillæg}_{\text{Virksomhed / kober}}) \times 100$$
$$\Updownarrow \quad P/E = \frac{1}{(r_F + \text{risikotillæg}_{\text{Virksomhed / kober}}) \times 100}$$

Et krævet afkastkrav for egenkapitalen på f.eks. 20 % (5% risikofri rente+15% risikotillæg), svarer til en P/E-værdi på 5, ( $5=1/20$ ), som multipliceres med det anslåede årlige ordinære overskud, på f.eks. 1 mio. Dette vil resultere i en værdiansættelse på 5 mio.<sup>304</sup> –

P/E-værdien har betydelige mangler, hvad enten den udregnes via det reciprokke afkastkrav eller overføres fra en peer-gruppe. Den har dog i vores øjne principielt/teoretisk flere mangler, hvis den fastlægges ud fra det reciprokke afkastkrav, - idet man så ikke længere kan hævde, at f.eks. vækstforventninger, nutidsværdien af penge og fremtidige investeringer m.m. er indregnet (via markedskræfterne) i den sammenlignelige peer-gruppens P/E-værdi – hvilket ellers kunne være argumentet.

Når P/E-værdien fastlægges ud fra en peer-gruppe så bunder hovedproblemerne i, at virksomhederne ikke er tilstrækkelige sammenlignelige (ikke-identiske), og at antagelsen om det perfekte og 100 % effektive marked er forkert. - Den gennemsnitlige P/E-værdi benyttet til værdiansættelse af små og mindre unoterede virksomheder ligger i Danmark lige omkring 5, dvs. svarende til et afkastkrav på 20 %.<sup>305</sup>

---

<sup>304</sup> Nørbjerg (1999 B)

<sup>305</sup> Berlingske Tidende, 4. August, 2004 “Lettere at få lån til virksomhedskøb” – Interview med Nørbjerg.

Uanset hvilke af de 2 rationaler der ligger bag P/E-metodens benyttelse, kan P/E-metoden (og de øvrige relative metoder) kaldes ”Quick and Dirty”, idet selve udregningen af virksomhedsværdien overlades til at multiplicere 2 tal med hinanden. Derudover kan analytikeren fristes til at benytte den simple udregning, som begrundelse for at beskære eller helt bortse fra den påkrævede strategiske analyse. Hvorvidt analyse- og budgetteringsfasen og dermed den primære arbejdsbyrde bør være mindre omfangsrig pga. denne forholdsvis nemme udregning er dog tvivlsom.

### 7.7.2 Earnings – det ordinære overskud

Det ordinære overskud er det andet hovedelement i P/E-metodens formel 16. Dette element er naturligvis ligeså vigtigt som P/E-værdien, og der skal derfor gøres en del overvejelser i forbindelse med fastlæggelse af det benyttede overskud.

Først og fremmest er det vigtigt, at det benyttede overskud modsvarer det overskud der indgår i P/E-værdien, dvs. hvis en peer-gruppens P/E-værdi benyttes, så er det vigtigt at sørge for at samme regnskabspraksis benyttes i alle involverede virksomheder - og selvfølgelig også, at det i alle tilfælde *er* det ordinære overskud der benyttes. Det ordinære overskud er mere egnet til værdiansættelse end overskuddet inklusiv ekstraordinære indtægter, da sidstnævnte ikke kan formodes at komme igen næste år – og idet overskuddet, som udgangspunkt skal repræsentere den fremtidige indtjening.<sup>306</sup>

Analysefasen og budgetteringsfasen ved brug af en P/E-metode, bør for at opnå et tilnærmelsesvist korrekt resultat, være mindst ligeså omfangsrig og krævende, som hvis der blev benyttet en kapitalværdibaseret model (såsom DCF- og RI-modellen). Det er f.eks. ligeså påkrævet at udarbejde sammenhængene budgetter for den konkrete virksomhed mht. budgetperioden, og det er ligeså nødvendigt at der på baggrund af disse budgetter udarbejdes holdbare og konsistente antagelser omkring terminalperiodens vækst og værdiskabelse m.m.<sup>307</sup> – Hvis ikke dette gøres, har analytikeren eller virksomhedsmægleren ikke nogen seriøs og pålidelig baggrund for at kunne finde sammenlignelige virksomheder med samme vækstforudsigelser, fremtidig værdiskabelse m.m. Ydermere kræver den gode værdiansættelse selvfølgelig, at tilsvarende grundige analyser foretages af alle de virksomheder der overvejes at benytte som sammenligningsgrundlag i peer-gruppen.<sup>308</sup> Petersen og Plenborg skriver yderligere, at det er nødvendigt også at afdække kapitalomkostninger til såvel ejere og långivere for både den konkrete virksomhed og peer-gruppen. Dette kan umiddelbart virke selvmodsigende, idet P/E-værdien der senere ganges med overskuddet kan siges

---

<sup>306</sup> Nørkjær (1999 B)

<sup>307</sup> Petersen & Plenborg (2003)

<sup>308</sup> Ibid.

at være markedets pris pr. overskudskrone, hvilket bl.a. afhænger af de risikojusterede kapitalomkostninger, *men* som først og fremmest antages bestemt af de øvrige faktorer, f.eks. vækst, risikovurderingen, indtjeningskvalitet og værdiskabelse. Men netop værdiskabelsen kan i både den konkrete virksomhed og for peer-gruppen, jo først afdækkes når de risikojusterede kapitalomkostninger kendes.<sup>309</sup> – Der er således ingen tvivl om, at dybdegående analyser og udarbejdelsen af detaljerede budgetter i princippet er påkrævet for benyttelsen af P/E-metoden.

Det benyttede ordinære overskud bør i praksis også beregnes på grundlag af mindst 3 års realiserede overskud og 1-2 års budgetterede overskud. Ellers risikerer værdiansættelse at blive baseret på et historisk lavt eller højt overskud, som måske er uholdbart på længere sigt eller ikke er repræsentativ for virksomhedens indtjeningsevne.<sup>310</sup> – Teoretisk skal den senere anvendte P/E-værdi dog (blandt andet) repræsentere vækstforventningerne til overskuddet for både den konkrete virksomhed såvel som peer-gruppen. Så vi mener *ikke nødvendigvis*, at det i formlen anvendte overskud skal forstås som værende af permanent karakter. Det skal snarere være et retvisende udgangspunkt.

Hvis P/E-værdien, som Nørbjerg foreslå, er blevet til ud fra analyse af kun den konkrete virksomhed og købers risikopræmie, så må det antages, at der i fastlæggelsen af denne risikopræmie også ligger en afvejning af de konkrete antagelser omkring den fremtidige vækst i *earnings*. Generelt må det dog konstateres, at forventet fremtidig vækst eller fald i det ordinære overskud kun kan inddrages meget overfladisk og utilstrækkeligt i P/E-metoden – da eneste mulighed som beskrevet er at justere risikopræmien og P/E-værdien.

Afhængig af hvor ”quick and dirty” værdiansættelsen ønskes kan analytikeren eller virksomhedsmægleren, som nævnt fristes til at spare på tiden brugt til analyse og budgettering af den konkrete virksomhed og peer-gruppen. Værdiansættelsen bliver selvfølgelig mere upræcis, hvis en sådan nedprioritering foretages, men det er en pris mange analytikere er villige til at betale.<sup>311</sup>

### 7.7.3 P/E-metodens styrker og svagheder

P/E-metoden har efter vores opfattelse store og åbenbare svagheder. Først og fremmest skal helt essentielle faktorer for en virksomhedsværdi, såsom vækst, værdiskabelse, risikovurdering og de justerede kapitalomkostninger, fanges af P/E-værdien – såfremt det da skal kunne hævdes, at disse faktorer faktisk er indregnet.

---

<sup>309</sup> Ibid.

<sup>310</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 31

<sup>311</sup> Stickney m.fl. (2004), s. 931-33

Denne P/E-værdi kan på baggrund af vurderingen af et risikotillæg fastlægges skønsmæssigt af virksomhedsmægleren ud fra observationer omkring den konkrete virksomhed og den aktuelle køber, men det synes umuligt uden et pålideligt formelapparat at få afvejet disse faktorer på en tilfredsstillende måde. Nørbjerg selv nævner heller ikke retningslinjer til, hvordan dette skulle foregå, men begrænser sig til at sige, at risikotillægget skal afspejle den konkrete virksomhed.<sup>312</sup> Dette opfatter vi som, at justeringen og fastlæggelsen vil forsøge at tage højde for om der f.eks. forventes 5 % vækst de næste 5 år, og om hvorvidt virksomheden er værdiskabende eller ej. Men det synes dog alt for tilfældigt og fuldkommen overladt til virksomhedsmæglerens diskretion og erfaring. *Detaljeringsgraden og gennemsigtheden* kunne umuligt blive mindre når værdiansættelse foregår på denne måde - og den usikkerhed der tillægges værdiestimatet vil/bør som konsekvens heraf være end dog meget høj.

Den anden metode hvorigennem P/E-værdien kan fastlægges, er ved at adoptere (evt. justere) en peer-gruppens P/E-værdi. Her kan det hævdes, at de essentielle faktorer for virksomhedens værdiansættelse, såsom vækst, risiko, værdiskabelse etc. er inddraget idet, at virksomhederne i peer-gruppen er udvalgt ud fra at deres valuedrivers er sammenlignelige eller identiske med den konkrete virksomheds valuedrivers – og at disse egenskaber er effektivt prissat af markedet, i form af en pris pr. overskudskrone. For at dette kan være rigtigt, så kræver det, at virksomhederne er sammenlignelige, hvilket vi og andre ikke mener, afspejler virkelighedens kompleksitet særligt godt. I praksis må det således anses for umuligt at finde 2 virksomheder, der i tilstrækkelig grad er sammenlignelige, og værdiestimatet vil derfor med garanti være fejlagtigt – i et eller andet omfang.<sup>313</sup> P/E-metoden er bl.a. derfor ikke i stand til at producere et *middelret estimat* og fejlens størrelse afhænger af, hvor stor sammenligneligheden er. Endvidere bør der principielt som ovenfor nævnt, udføres et meget stort stykke arbejde i forbindelse med at danne sig et begrundet overblik over, hvilke virksomheder der er tilstrækkelige sammenlignelige til at indgå i en peer-gruppe.

Det er derfor fristende at konkludere, at P/E-metoden ikke tager hensyn til vækst, nutidsværdien af penge, værdiskabelse og alle de øvrige relevante faktorer. Men vi bør måske begrænse os sig til at hævde, at disse essentielle faktorer bliver inddraget på en helt utilstrækkelig måde, ud fra *forudsætninger som er urealistiske* og aldrig kan antages opfyldt. *Detaljeringsgraden og gennemsigtheden* bag værdiestimatet må endvidere siges at være om end meget kritisabel, da alle de relevante faktorer og valuedrivere koges sammen til at blive repræsenteret af en enkelt værdi – en P/E-værdi på f.eks. 10 siger jo ikke meget om virksomhedens fundamentale forretningsgrundlag.

---

<sup>312</sup> Nørbjerg (1999 B)

<sup>313</sup> Petersen & Plenborg (2003), Vestergaard Andersen (2004), s. 29 frem



En anden åbenlys svaghed ved P/E-metoden er, at den er ude af stand til at værdiansætte en virksomhed, hvis det ordinære resultat vurderes at være nul eller negativt. Problemet kunne principielt hævdes at være hypotetisk, idet en negativ indtjening næppe kan være udtryk for going-concern virksomhedens langsigtede indtjeningsevne,<sup>314</sup> som f.eks. Vestergaard Andersen argumenterer for, bør afspejle sig i det *anvendte* ordinære resultat.<sup>315</sup> Men hvis man i stedet, som Nørbjerg, nøjes med at antage, at det benyttede ordinære resultat blot skal repræsentere et ikke-misvisende udgangspunkt, og at forventninger om vækst og udvikling i den langsigtede indtjeningsevne skal afspejle sig i en f.eks. høj P/E-værdi, så er det et reelt problem ved modellen<sup>316</sup>. F.eks. vil en ung virksomhed, der har foretaget store investeringer og derfor har store afskrivninger, i en årrække kunne tænkes at have røde tal på bundlinien, men samtidig have udsigt til høj vækst og værdiskabelse.

Derudover antager P/E-metoden i princippet, at virksomheden fortsætter i det *uendelige*, eller at virksomheden altid vil kunne sælges igen til samme pris, som den i sin tid blev købt for. Købesummen udregnes nemlig ud fra, at beløbet skal kunne forrentes med afkastkravet på f.eks. 20 %, men i formlen tages der ikke hensyn til at selve startinvesteringen også skal ”komme igen” på et tidspunkt - eventuelt ved salg af virksomheden. Dette er et problem i forbindelse med køb og salg af små unoterede virksomheder, hvor det, som nævnt i problemformuleringen, er et større problem at få virksomheden solgt.<sup>317</sup> *Tidshorisonen* er derfor et problem for P/E-metoden.

Sidst men mindst så fokuserer P/E-metoden udelukkende på overskuddet, hvilket både kan anskues som en fordel og et problem. Virksomheder som indeholder store værdifulde aktiver, men som ikke pt. tjener penge, vil efter P/E-metodens beregninger i princippet være værdiløse – hvilket åbenlyst ikke er tilfældet, såfremt f.eks. en virksomhed ejer 2-3 ejendomme o.lign. Til gengæld så skaber fokuseringen på overskuddet, en skærpet opmærksomhed omkring, at en virksomhed først og fremmest har sin berettigelse ved at skabe overskud - og værdi til sine ejere.

P/E-metodens styrke og årsagen til den store udbredelse er dens (fejlopfattede) enkelhed og den hastighed, hvormed en ”quick and dirty”-værdiansættelse kan foretages ud fra metoden. Metoden er således *brugervenlig*, såfremt der springes over det store analyse- og budgetteringsarbejde, som vi har argumenteret for også er nødvendig ved denne model. Derudover er visse af de grundlæggende

---

<sup>314</sup> Såfremt virksomheden da formodes at have en fremtid – og ikke forventes at gå konkurs.

<sup>315</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 31

<sup>316</sup> Nørbjerg (1999 B)

<sup>317</sup> Nørbjerg (1999 B)

filosofier bag benyttelsen af modellen, henholdsvis antagelsen om det perfekte marked og at prisansættelsesmekanismen er effektiv, eviggyldig og ens for alle virksomheder, forenkende og dermed tiltalende for visse – om end disse filosofier og antagelser, i vores øjne, ikke stemmer overens med den virkelige verden.<sup>318</sup> Men hvis man er enig i disse antagelser kunne man dog godt argumentere for at metoden er *pædagogisk hensigtsmæssig*. Vi har i vores foregående diskussion naturligvis argumenteret for det modsatte.

#### 7.7.4 P/E-metoden ctr. de kapitalværdibaserede modeller

Som argumenteret for i afsnit 7.2.1, så er pris og værdi sjældent det samme, og som vi ligeledes har argumenteret for, så bør prisen findes på baggrund af det bedst mulige værdiestimat – og ikke omvendt. Formel 3 har vi tidligere introduceret som den grundliggende sammenhæng og beregning af et aktivs eller en virksomheds **værdi**, som den fastslås af almen økonomisk teori – ud fra de fremtidige afkast og disses nutidsværdi.

$$\text{Formel 3: } P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Forventede fremtidige afkast}_t}{(1 + \text{diskonteringsfaktor})^t}$$

Det ses umiddelbart, at formel 3 ikke ligner P/E-metodens formel 16. - Men P/E-metoden er faktisk ikke i direkte konflikt med en sådan teoretisk korrekt **værdiberegning**, idet P/E-modellen hopper direkte frem til at forudsige **prisen**, eller måske nærmere **markedsværdien**<sup>319</sup>. P/E-metoden finder derfor aldrig en teoretisk korrekt værdi for virksomheden, men forlader sig i stedet på formodningerne om at;

- a) *virksomheden og virksomhederne i peer-gruppen er tilnærmelsesvist identiske,*
- b) at *peer-gruppen* er værdiansat korrekt
- c) at *virksomheden under værdiansættelse skal prissættes ud fra samme markeds kræfter som peer-gruppen*, dvs. ud fra samme forhandlingsforhold eller samme forhold mellem udbud/efterspørgsel.

Et værdi/pris-estimat fra en P/E-metode kan derfor, helt forudsigeligt, heller ikke forventes at være sammenlignelig med et værdiestimat fra en model, der søger at finde en teoretisk korrekt fundamental værdi.<sup>320</sup>

Forskellen mellem de 2 typer værdiestimater er, at i P/E-metodens tilfælde er prisansættelsen (markedets) allerede sket og inkluderet i værdiestimat, dvs. det er et *markedsværdiestimat* – mens

---

<sup>318</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 296 frem

<sup>319</sup> Stickney m.fl. (2004), s. 913-916

<sup>320</sup> Det er dog faktisk muligt at beregne værdi-multipler, der fanger de fundamentale valuedrivere der bør lægges til grund for et sådant teoretisk værdiestimat. Stickney m.fl. (2004), s. 916 frem

de absolutte modeller forsøger at levere et værdiestimat baseret på den konkrete virksomheds fremtidige indtjening (+ et risikojusteret afkastkrav), hvilket så udgør grundlag for forhandlinger om prisen.<sup>321</sup>

Forskellen på de 2 typer værdiestimater kan således bl.a. benyttes til at vurdere, hvorvidt markedet eller konkrete aktier er over- eller undervurderet, hvilket igen betyder at såfremt markedet virkelig var perfekt - og aldrig over- eller undervurderet - ja, så burde værdiestimaterne være ens<sup>322</sup> - såfremt værdiansættelserne var konsistente og baseret på samme forudsætninger.

*Relativ værdiansættelse*                      Markedsværdiestimat = nøgletal fra virksomheden x markedsmultipel

*P/E-metoden*                                      Markedsværdiestimat = virksomhedens overskud x P/E-værdi fra markedet/peer-gruppe

*DCF/RI værdiansættelse*                      Den rigtige pris = det bedst mulige værdiestimat x udbud/efterspørgsel (konkret forhandling)

Men når vi således allerede har argumenteret for, at værdiestimaterne ikke kan sammenlignes, så er det også en meningstilkendegivelse om, at vi er af opfattelsen, at aktiemarkederne ikke er perfekte. Hverken markedet for børsnoterede aktier, og i særdeleshed ikke markedet for små unoterede virksomheder. – Af den ene eller anden årsag, eller måske ligefrem af mange årsager, så er aktiemarkederne sommetider/ofte over- eller undervurderede.<sup>323</sup> Og når det er tilfældet, så kan den overordnede pris-sættelse på aktiemarkedet ikke altid regnes for rationel eller rigtig – og er derfor i vores øjne ubrugelig til andet end et løst sammenligningsgrundlag.

På samme måde er markedspladsen for små unoterede generationsskiftevirksomheder heller ikke perfekt, og årsagerne til dette er mange, og i vores øjne rimeligt oplagte. - F.eks. er der til den enkelte virksomhed som regel kun en meget begrænset gruppe af mulige købere, og kun en yderst begrænset del af disse får formentligt at vide, at virksomheden er til salg. Med andre ord sidder der ofte kun en køber overfor en sælger - og der findes ingen usynlig hånd eller mekanisme som sørger for, at deres forhandlinger og prisansættelse er forbundet med det som foregår på et mere overordnet marked.

Derudover er sælgerne i vores tilfælde sommetider næsten nødsaget til sælge (pga. alder, sygdom m.m.) og der er i øvrigt som førnævnt langt flere sælgere end der er interesserede købere.<sup>324</sup> Endvidere er juridisk/skattemæssig forskelsbehandling mellem de mulige købere et aspekt, ligesom der er skævvridning ved den skattemæssige behandling af køber og sælger-siden, f.eks. i forbindelse

---

<sup>321</sup> En stand-alone værdiansættelse er uden indregning af købers specifikke afkastkrav. Dette indregnes senere i forbindelse med konkrete forhandlinger med en konkret køber.

<sup>322</sup> Stickney m.fl. (2004), s. 915-917 + 930

<sup>323</sup> Se f.eks. Vestergaard Andersen (2004) for eksempler.

<sup>324</sup> <http://www.angelscorner.com/articles/valuation.htm>, d. 28/6-2005

med beskatningen af goodwill.<sup>325</sup> Sidst men ikke mindst er virksomheder unikke og forskellige, og der er således ikke tale om handel med guld, naturgas eller råolie, hvor de udbudte varer er sammenlignelige, og hvor købere kan antages at være indifferent mellem om han/hun køber A eller B. Af disse årsager kan prisansættelsen af overskuddet og virksomheder aldrig antages at være ens for 2 virksomheder, og den generelle eller gennemsnitlige prisansættelse på aktiemarkedet kan ikke antages at være ubetinget rigtig. Og bl.a. derfor kan P/E-metoden som før nævnt ikke producere et middelret resultat og bør derfor som udgangspunkt ikke benyttes til værdiansættelse.

Hvis vi kort skal opsummere de enkelte modellers egenskaber i forhold til de kriterier for den gode værdiansættelsesmodel, der blev opstillet i afsnit 7.6.1 og i tabel 1. Så ser konklusionen således ud:

	DCF-modellen	RI-modellen	P/E-metoden
Middelret estimat	Ja	Ja	Nej
Realistiske forudsætninger	Ja	Ja	Nej
Brugervenlighed	Lille/kompliceret	Lidt større/kompliceret	Kun ved quick and dirty
Pædagogisk hensigtsmæssig	Nej	Ja	Nej
Gennemsigthed & detaljeringsgrad	Meget høj	Høj	Helt uigennemskuelig
Tidshorizonten & beregningsgrundlagets troværdighed	Et problem	Ikke et problem	Et problem

Tabel 2:

At P/E-metoden ikke kan forventes at producere et middelret værdiestimat, ligesom der i øvrigt er mange andre problemer forbundet med metoden, betyder dog ikke at metoden slet ikke kan benyttes til noget som helst. - Hvis vi tager udgangspunkt i vores argumentation omkring, at P/E-metoden leverer et markedsværdiestimat (eller pris-estimat), mens DCF- og RI-modellen leverer et teoretisk korrekt estimat af den pågældende virksomheds fundamentale værdi ikke indregnet *prisansættelse*, så er det klart at P/E-metoden bedst kan benyttes som en slags sanity-check. Det vil i vores øjne betyde, at P/E-metoden eventuelt kan benyttes til at checke og underbygge om den pris, som køber og sælger er nået frem til, eller er tæt på at nå til enighed om, er rimelig set ud fra et markedsmæssigt synspunkt. Umiddelbart kan det forventes, at forhandlingerne fra udgangspunktet, f.eks. et DCF-værdiestimat, bør rykke den endelige pris i retning af den markedsværdi, som en beregning efter P/E-metoden og den identificerede peer-gruppe ville foreslå. – Som markedssituationen er for små typiske generationsskiftevirksomheder, ville vi umiddelbart forvente at et objektiv (stand-alone) DCF-værdiestimat for mange virksomheders tilfælde vil være højere end det markedsværdiestimat en P/E-metoden vil levere. - Som før nævnt ligger den gennemsnitlige

---

<sup>325</sup> Se f.eks. Friis (1998) og Skatteministeriet (1999). Goodwillbeskatningen er med den nye årsregnskabslov ændret, men problemstillingen er den samme.

benyttede P/E-værdi for unoterede virksomhed også på omkring 5, hvilket svarer til et ganske højt afkastkrav for egenkapitalen på 20 %.

Men det er i vores øjne *meget vigtigt*, at virksomhedsmægleren ikke fremlægger P/E-metodens værdiestimat, som ja – et værdiestimat. Det vil jo være naturligt for køber og sælger at tage udgangspunkt i det værdiestimat de får fremlagt, og at forhandlingssituationen m.m. så vil rykke prisen i forhold til værdiestimatet, som bl.a. illustreres af fig. 9. Men P/E-metodens estimat er som sagt ikke et teoretisk korrekt værdiestimat, men er i stedet et (usikkert og mangelfuldt) estimat for prisen på et givent marked. – Men hvis forhandlinger tager udgangspunkt i dette, som var det et værdiestimat, så vil den endelige pris efter forhandling være baseret på et forkert grundlag og følgelig være forkert.

Derfor bør de kapitalværdibaserede modeller vægtes højest og fremlægges for køber og sælger som det mest rigtige værdiestimat – mens en P/E-metode bør (eller snarere eventuelt kan) benyttes som en slags sanity-check. En undersøgelse af Holm, Petersen og Plenborg viser, at som ofte benyttes modellerne faktisk sådan i praksis, om end det er uvist hvorvidt nogle af de ovennævnte argumenter er årsagen til dette, eller om det blot er sådan det i praksis har vist sig at passe bedst. Især revisorer og investeringsbanker benytter modellerne som ovenfor skitseret. Dvs. at en typisk revisor tillægger DCF-modellens værdiestimat størst vægt, og hvor en evt. inddragelse af P/E-metodens estimat bruges til at indikere, om DCF-modellens værdiestimat skal justeres ned eller op i forbindelse med fastlæggelsen af den endelige pris. - Private equity investorer tillægger dog omvendt P/E-metodens estimat størst værdi.<sup>326</sup>

## 7.8 Substansværdimetoden

Substansværdimetoden blev i afsnit 4.3 placeret under de absolutte modeller, idet værdiansættelse principielt sker ud fra den konkrete virksomheds forhold. Metoden benyttes efter vores opfattelse i relativ vid udstrækning, dvs. meget ofte, når det kommer til værdiansættelse af små virksomheder, herunder de mange generationsskiftevirksomheder.<sup>327</sup> Brugen af substansmetoden er således øjensynlig udbredt, selvom det i en del litteratur hævdes, at metoden kun sjældent benyttes - og i så fald primært til at værdiansætte virksomheder, som skal likvideres eller er på kanten af ikke at kunne opfylde going-concern forudsætningen.<sup>328</sup>

---

<sup>326</sup> Holm, Petersen, Plenborg (2005)

<sup>327</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 32 + Nørkjær (1999 A)

<sup>328</sup> S f.eks. FSR (2002), s. 16-17 + Plenborg (2000 B)

Substansværdimetoden er, så vidt vi kan vurdere, en metode opstået af praksis, og der synes ikke at være nogen teoretisk oprindelse eller filosofi bag modellen, andet end at helhedens værdi som udgangspunkt er summen af enkeltdelenes værdi – hvor også goodwill betragtes som et aktiv. Den nemmeste tilgang til at forklare metoden er derfor igennem et praktisk eksempel.

### 7.8.1 Enkeltdelenes værdi

Som sagt er logikken bag substansmetoden, at hvis man kan vurdere enkeltdelenes værdi, så er summen af disse enkeltdele lig med virksomhedens værdi. Det handler derfor om at få vurderet disse enkeltdelers værdi korrekt, og en værdiansættelse efter substansmetoden vil derfor kræve brug af forskellige kvalificerede vurderingsmænd, til at vurdere henholdsvis bygninger, maskiner og inventar m.m.

De bogførte værdier af aktiverne op- eller nedjusteres til vurderingsmændenes estimat og føres ind i en balance til deres nye værdi. Her melder det første problem ved substansmetoden sig dog, idet den vurderede værdi af et aktiv er stærkt afhængig af den sammenhæng aktivet indgår i. Dvs. hvis virksomheden antages at skulle sælges som going-concern, vil værdien af de fysiske aktiver måske vurderes til 2 millioner – mens de samme aktiver ved almindelig afvikling eller måske konkursbehandling f.eks. kun vil blive vurderet til 500.000 kr.<sup>329</sup> – Med andre ord, så er værdien af aktiverne stærkt afhængig af den indtjening de forventes at skabe, og det er således i realiteten ikke værdien af aktiverne der isoleret set vurderes - men i lige så høj grad den del af virksomhedens fremtidige indtjening, der kan tilskrives de enkelte aktiver.

Dette problem lader vi foreløbigt ligge og antager blot, at de af vurderingsmænd justerede værdier af aktiverne indføres i en aktivbalance, se nedenstående tabel.

Aktiver (1.000 DKK)	31.12.2004	Reguleringer	Handelsværdi
<b>Anlægsaktiver</b>			
Driftsmateriel	1.125	875+10-250 <sup>330</sup>	1.760
Inventar	698		698
Ejendomme	1.500	1.000+700	3.200
			<b>5.628</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>			
Varelager	812		812
Debitorer	1.260		1.260
Likvider	150		150
			<b>2.222</b>
Aktiver i alt	5.545	2.335	7.880

---

<sup>329</sup> Nørbjerg (1999 A)

<sup>330</sup> Reguleringerne tager udgangspunkt i konkrete aktiver der skal henholdsvis op- eller nedskrives. Derudover skal justeres for finansielle leasingaftaler m.m., se f.eks. Vestergaard Andersen (2004), s. 33 frem eller Nørbjerg (1999 A)

Tabel 3: Aktivbalance

### 7.8.2 Fremtidig indtjening

Næste trin består i at vurdere det fremtidige indtjeningsbidrag, dvs. overskud før afskrivninger og renter. Nedenstående tabel 4 viser ukorrigerede regnskabstal for den konkrete virksomhed, henholdsvis for 3 realiserede og 1 budgetår.

Resultat (1.000 DKK)	R2002	R2003	R2004	B2005
Omsætning	14.600	13.500	16.200	16.000
Vareforbrug	3.500	3.420	3.700	3.900
Produktionslønninger	6.000	6.100	6.350	6.450
Var.prod.omkost.	700	720	800	900
Dækningsbidrag	4.400	3.260	5.350	4.750
Gager	1.240	1.240	1.650	1.800
Øvrige kapacitetsomk.	875	800	900	950
Indtjeningsbidrag	2.285	1.220	2.800	2.000
Afskrivninger	442	490	475	450
EBIT	1.843	730	2.325	1.341
Renter	620	565	610	575
Resultat før skat	1.223	165	1.715	766

Tabel 4:

Den vurderede handelsværdi for aktiverne (i tabel 3) antages nu at skulle finansieres af køber ved fuld fremmedfinansiering, hvorved der fremkommer en årlig beregnet renteudgift.<sup>331</sup> Derudover skal de forskellige aktiver afskrives ud fra deres respektive afskrivningsprofiler<sup>332</sup>, hvorved der fremkommer et årligt beregnet afskrivningsfradrag. Endvidere skal der selvfølgelig ske diverse justeringer for ikke-markedsmæssige forhold f.eks. løn til ejer, finansielle leasingaftaler m.m. Nedenstående tabel 5 viser virksomhedens korrigerede resultater før skat.

Korrigeret Resultat (1.000 DKK)	R2002	R2003	R2004	B2005
Indtjeningsbidrag	2.285	1.220	2.800	2.000
+ gage nuværende ejer	450	450	500	500
+ pension nuværende ejer	200	200	250	250
+ leasingaftale	10	10	10	10
Korrigeret indtjeningsbidrag	2.945	1.880	3.560	2.760
Afskriv. Driftsmateriel (20 % af 1.760)	589	589	589	589
Afskriv. Inventar (20 % af 698)	140	140	140	140

<sup>331</sup> Den samlede renteudgift bør beregnes ud fra en konkret vurdering af de forskellige lånerenter - ejendomme (rente på realkreditlån), maskiner og driftsmateriel (rente for f.eks. banklån med sikkerhed) og omsætningsaktiver (rente på kassekredit). Nørbyerg (1999 A)

<sup>332</sup> Vi antager at ejendomme bliver lineært afskrevet over 30 år, og maskiner/driftsmateriel og inventar afskrives lineært over 5 år.

Afskriv. Ejendomme (3,3 % af 3.200)	106	106	106	106
Korrigeret EBIT	2.110	1.050	2.725	1.925
Rente af Driftsmateriel (6 % af 1.760)	106	106	106	106
Rente af Inventar (8 % af 698)	56	56	56	56
Rente af Ejendomme (5 % af 3.200)	160	160	160	160
Korrigeret resultat før skat	1.788	728	2.403	1.603

Tabel 5:

Det korrigerede resultat før skat er udgangspunktet for at finde goodwill, og der bør tages udgangspunkt i de historiske præstationer igennem en periode på f.eks. 3 år, samt budgetter for 1-3 år. Det er vigtigt at undgå, at værdiansættelse sker på baggrund af et historisk lavt eller højt overskud, og det benyttede overskud skal så vidt muligt afspejle et gennemsnit af en konjunkturcyklus – snarere end top eller bund af cyklussen.<sup>333</sup> I ovenstående tabel har vi korrigerede resultater før skat for 3 historiske og 1 budgetår, og gennemsnittet af disse er 1.630 (T.DKK).

Den videre logik er, at det årlige gennemsnitlige resultat (1.630 T.DKK), er det som køber har til rådighed for forrentning og afskrivning af goodwill. Hvordan denne goodwill skal forrentes/finansieres og afskrives bestemmes via almindelige kutyme, vurdering af branchen - og via forhandling mellem køber og sælger.

Hvad køber skal betale for goodwill'en afhænger altså af i høj grad af hvor mange år det antages at goodwill'en eksisterer, dvs. over hvor mange år den skal afskrives. Et teoretisk argument kunne være, at goodwill aldrig forsvinder, såfremt virksomheden køres fornuftigt videre. Dette argument er jo umiddelbart logisk, men må også ses i sammenhæng med, at det må ligestilles med en situation hvor køber til enhver tid kan sælge virksomheden – og hente den investerede kapital, i købt goodwill, hjem igen. Det svarer til antagelsen om uendelig levetid i DCF-modellen.<sup>334</sup>

I praksis afskrives goodwill normalt over en periode på 3-10 år, når substansmetoden benyttes. Denne periode skal dog ikke ses som et estimat for virksomhedens levetid – men mere som et udslag af markeds- og branchemæssig kutyme og forhandling mellem køber og sælger.

Forrentningen af goodwill bør fastlægges ud fra samme overvejelser som ved beregningen af WACC'en. Hvis goodwill antages at blive finansieret alene af køber, hvilket er substansmetodens antagelse, så skal goodwill forrentes med egenkapitalens afkastkrav (før skat), hvilket vil sige den risikofrie rente med tillæg af en subjektiv risikopræmie. I praksis opereres der ofte med risikopræmier mellem 5 og 20 %.<sup>335</sup> - Hvis goodwill beregnes ud fra et korrigeret resultat før skat på

---

<sup>333</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 33 frem

<sup>334</sup> Dette skal dog ikke forstås som at substansmetoden - hvis goodwill'en ikke afskrives – vil give samme estimat som DCF-modellen.

<sup>335</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 33.



1.630 (T.DKK), og antages forrentet med et afkastkrav på 13 % samt afskrevet over 5 år, så bliver værdien af goodwill: 5.733 (T.DKK).<sup>336</sup>

Ifølge Nørbjerg er det et ofte benyttet alternativ at sælger og køber indbyrdes aftaler, naturligvis i samråd med virksomhedsmægler, at køber f.eks. blot skal ”betale 5 års overskud for goodwill”. Dermed undgås annuitetsberegningen<sup>337</sup> og hensynet til afkastkravet. I vores lille eksempel bliver beregningen i så fald  $5 \times 1.630 = 8.150$  (T.DKK).<sup>338</sup> Der er stor forskel på den teoretisk beregnede værdi og quick-and-dirty beregningen, hvilket skyldes det manglende afkastkrav. – I vores øjne kan man dog alligevel ikke sige, at den ene måde er bedre end den anden, idet begge beregninger bygger på et forhandlingsresultat. Dvs. både afskrivningsperioden og afkastkravet er subjektive/forhandlede værdier, som ikke umiddelbart kan konstateres objektiv.

M.a.o. ville køber i den konkrete situation formentligt forlange, at goodwill's værdi blev udregnet som en 5-årig annuitet med hensyntagen til afkastkravet – eller i givet fald kun været gået med til f.eks. at betale for 3½ års overskud, hvis afkastkravet skulle ignoreres. Det er dermed i vores øjne sådan, at prisen mere eller mindre bliver fastlagt før værdiestimatet bliver beregnet – eller at værdiestimatet bliver beregnet på baggrund af forhandlingen mellem køber og sælger.

Det skal endvidere nævnes, at skattemyndighederne har en alternativ vejledende metode til at fastlægge værdien af goodwill til brug for tilfælde, hvor der er interessefællesskab mellem køberne. Denne metode vil vi ikke gå dybere ind i, men værdien af goodwill efter denne metode ville være:<sup>339</sup>  $(N=5, I/Y=13\% \text{ og } 1.630 \text{ (TDKK)}) 1,93 \times 1.630 = 3.146 \text{ T.DKK}$

Virksomhedens værdi kan også siges at afhænge af hvad køber – så at sige ønsker at købe. Hvis vi tager udgangspunkt i, at det drejer sig om køb af substanserne i en personlig virksomhed (eller overtagelsen af driftsaktiviteten i et selskab), så bliver den endelige pris sammensat af prisen på goodwill, materielle anlægsaktiver og eventuelle omsætningsaktiver, som køber ønsker at overtage – se tabel 3. Hvis den korrekte værdi for goodwill er som ovenfor beregnet på 5.733 (T.DKK), så vil en købers samlede købspris ved køb af goodwill, materielle anlægsaktiver og varelager være:  $(5.733 + 5.628 + 812) = \underline{12.173 \text{ (T.DKK)}}$

---

<sup>336</sup>  $N=5, I/Y=13, PMT=-1630$  [CPT PV] Vestergaard Andersen (2004), s. 36

<sup>337</sup> Vi kan i øvrigt ikke med sikkerhed sige at denne annuitetsberegning er alment accepteret, idet Nørbjerg i en af hans artikler ud fra følgende tal, 995 (TDK), 5 år, 10 % rente, beregner goodwill's værdi til 4.1 mio., hvor Vestergaard Andersen's metode via finanslommeregneren leverer en værdi på 3.8 mio. Vi formår ikke systematisk at genskabe Nørbjerg's resultat, og kan derfor ikke sige hvorvidt/hvordan de 2 metoder adskiller sig fra hinanden. Forskellen kan muligvis bero på en fejl. Nørbjerg (1999 A)

<sup>338</sup> Nørbjerg (1999 A)

<sup>339</sup> <http://www.erhverv.toldskat.dk/display.aspx?oID=82666&vID=81970&mode=2+>  
<http://www.erhverv.toldskat.dk/ToldSkat.aspx?oID=82338&chk=200790#pos>, d. 23/6-2005

Sælger vil modtage dette beløb, + 1.260 (T.DKK) fra virksomhedens debitorer og vil endvidere selv beholde likviderne på 150 (T.DKK). Sælger vil dog selv skulle indfri passivbalancens kreditorforpligtigelser, dvs. kort- og langfristet gæld + skat af opskrivninger.<sup>340</sup>

Hvis det drejer sig om køb af aktier eller anparter i et selskab, så vil køber enten personlig eller igennem et holdingselskab overtage alle aktierne og dermed også alle aktiver såvel som passiver, hvilket alt andet lige betyder et større finansieringsbehov, og også større risiko. Endvidere vil køber ikke erhverve sig ret til at afskrive på de fiktivt opskrevne værdier på aktiverne, idet det jo ikke er dem som er blevet købt og solgt. Som udgangspunkt vil køber forlange en kompensation for denne økonomiske ulempe, som stiller ham ligegodt hvad enten han/hun køber substansen eller aktier, men i realiteten vil fordelingen af fordele og ulemper være et resultat af en forhandling med udgangspunkt i de forskellige skattemæssige konsekvenser for køber og sælger.<sup>341</sup> For sælger kan/vil der være forholdsvist store skattemæssige ulemper ved at sælge virksomheden som substansen, hvilket derfor meget vel i salgsmodningsfasen kan have resulteret i en tidligere omdannelse til et selskab i en holding-struktur.<sup>342</sup> – Der kunne skrives meget mere om disse skattemæssige overvejelser og skævvridninger, men det vil vi afholde os fra, da alle modeller har fordele og ulemper, og det er svært at komme med generelle anbefalinger.

### 7.8.3 Substansmetodens styrker og svagheder

Kernen i substansmodellen er tanken om at finde den reelle substansværdi af virksomhedens enkeltdele og dermed af den samlede virksomhed. Som før nævnt er værdien af virksomhedens enkeltdele, f.eks. maskiner, dog stærkt afhængig af 1) de enkelte vurderingsmænd og 2) den sammenhæng maskinen indgår i - dvs. om størrelsen af virksomhedens indtjening er sådan, at virksomheden må antages at være going-concern.

M.a.o. er værdiestimer af maskiner og bygninger ikke uafhængige og objektivt rigtige, og da goodwill er en udligningspost af værdiestimerne af bygningen og maskiner m.m., så betyder det i realiteten, at virksomhedens fremtidige indtjening opdeles mere eller mindre vilkårligt i mindre grupper, som modtager forskellige behandling og bliver værdiansat på forskellig vis. – Som det ses af bl.a. formel 3, så er det ikke i overensstemmelse med den teoretiske korrekte måde at værdiansætte en virksomheds værdi ud fra den fremtidige indtjening, og substansmetoden kan derfor ikke antages at levere et *middelret resultat*.

---

<sup>340</sup> Se Vestergaard Andersen (2004), s. 36-37

<sup>341</sup> Deloitte (2005), s. 31 frem

<sup>342</sup> Se f.eks. CESFO (1999/2). Vores udgangspunkt har også indtil nu været, at den typiske generationsskiftevirksomhed er eller bliver organiseret i selskabsstruktur som forberedelse til overdragelsen.

Den del af indtjeningen, som går til at dække afskrivninger og renter på de opskrevne materielle anlægsaktiver, bliver aldrig belastet med et (højere) afkastkrav på egenkapitalen og bliver også ofte afskrevet over en længere årrække end goodwill. – Der vil derfor altid være en helt åbenlys ”manipulations”-mulighed forbundet med substansmetoden, idet allokeringen af virksomhedens indtjening til forrentning af forskellige typer aktiver, vil gøre det mere eller mindre attraktivt at få værdien af den ene eller anden type aktiver i vejret. – Ofte vil det for sælger, af førnævnte årsager, være fordelagtigt med en forholdsvis høj vurdering af de materielle anlægsaktiver, men det modsatte kan også være tilfældet.<sup>343</sup>

Vurderingen af de materielle anlægsaktiver på baggrund af den nuværende indtjening kan også give køber en fejlagtig opfattelse af, at aktiverne virkelig er det værd, såfremt han ønsker at sælge dem senere, eller måske efter en kortere periode bliver nødt til at opløse virksomheden. Dette kan nedbringe købers risikovurdering, og kan sikkert siges at være *pædagogisk hensigtsmæssigt* i forbindelse med at få en handel gennemført, men er naturligvis ikke i overensstemmelse med en god værdiansættelse. Dernæst er selve opdelingen af virksomheden i dens enkeltdele ikke teoretisk korrekt i vores øjne – og er ej heller praktisk og *brugervenlig*, set i lyset af ovennævnte manipulationsmuligheder. En virksomhed (og dens indtjening) bør ses og vurderes som en helhed<sup>344</sup>, og derudover kan det ikke forudsættes, at al fremmedkapitalen sættes i en del af virksomheden og at egenkapitalen sættes i en anden – om end det muligvis ud fra et finansieringsfremskaffelses synspunkt kan synes tilfældet. Men med andre ord ligger der altså *urealistiske forudsætninger* til grund for substansmetoden.

Men det kan dog hævdes at substansmetoden er *letforståelig og pædagogisk hensigtsmæssig* i relation til, at tankegangen og fremgangsmåden er forholdsvis nem at relatere sig til for den typiske ejer af en mindre virksomhed.<sup>345</sup> Hvis man som os, forsøger at tage udgangspunkt i en mere teoretisk tankegang, synes logikken bag modellen dog som nævnt fejlbehæftet.

Såfremt at købers egenkapital-indskud i virksomheden lige nøjagtig svarer til substansmetodens vurdering af goodwill kan afvigelsen fra det middelrette værdiestimat siges at blive mindre, idet fordelingen mellem egen- og fremmedkapital i så fald indledningsvis bliver korrekt. Det vil sige, at den indskudte mængde egenkapital bliver aflønnet med egenkapitalens afkastkrav, mens fremmedkapitalen bliver aflønnet med lånerenten.

---

<sup>343</sup> Nørkjær (1999 A)

<sup>344</sup> Denne opfattelse kan ses i forbindelse med at vi er system-orienterede, jf. metodeafsnittet. Men mere generelt kan der fornuftigt argumenteres for at f.eks. goodwill ikke kan adskilles, bedømmes og værdiansættes særskilt, ligesom de materielle aktivers afhænger af deres sammenhæng med virksomhedens øvrige aktiver, herunder goodwill.

<sup>345</sup> Nørkjær (1999 A) + Vestergaard Andersen (2004), s. 32

Såfremt køber indskyder mere egenkapital i virksomheden end værdien af den vurderede goodwill, m.a.o. at egenkapitalen også finansierer en del af de materielle anlægsaktiver, så vil substansmetoden (altid) levere et for højt værdiestimat, idet ikke hele egenkapitalen vil blive aflønnet med det egenkapitalens afkastkrav. – Det ses altså overordnet, at substansmetoden generelt ikke tager hensyn til den fremtidige kapitalstruktur, og i øvrigt heller ikke tager hensyn til skattens indflydelse på afkastkravet. Dette overlades som ovenfor nævnt til forhandling mellem køber og sælger.

Mht. *tidshorizonten og beregningsgrundlagets troværdighed* så mener vi, at det er et oplagt teoretisk problem, at goodwill bliver værdiansat ud fra enten branchemæssige kutyme, virksomhedsmæglers erfaringer fra tidligere handler og/eller en forhandling mellem køber og sælger omkring, hvor længe goodwill skal antages at eksistere. Det betyder, at værdiestimatet kommer til at hvile på en markeds­mæssig prisansættelse eller alternativt den konkrete forhandling mellem køber og sælger, i stedet for et ”objektiv” vurdering af, hvor langt ude i fremtiden virksomheden kan forventes at kaste fremtidige fordele af sig.<sup>346</sup> Værdiestimatet for goodwill bliver således et markeds­værdiestimat, snarere end et teoretisk korrekt værdiestimat.

Og hvis der en relativ stor goodwill-værdi, som det er tilfældet i det ovenstående fremførte eksempel, hvor goodwill næsten er halvdelen af den samlede værdi, så vil værdiansættelsen, hvis goodwill'en f.eks. kun antages at eksistere i 5 år, blive forholdsvis meget forkert i forhold til det *middelrette estimat*. Den samlede værdi af virksomheden vil nemlig så være den vurderede værdi af materielle anlægsaktiver - og den ud fra egenkapitalens afkastkrav beregnede værdi af den indtjening, der de næste 5 år er i overskud - efter at have aflønnet materielle anlægsaktiver med renter og afskrivninger. Restoverskud i år 6 og fremefter vil køber altså ikke betale for, men få ”gratis” med i købet.

Det ses også, at substansmetoden generelt ikke tager hensyn til vækst, da det gennemsnitlige korrigerede årlige resultat før skat antages konstant. Hvis værdiansættelsen drejer som en virksomhed uden eller kun med meget lille vækst bliver fejlen selvfølgelig mindre, end for en virksomhed med stor vækst. Overordnet set er modellen ude af stand til at levere et *middelret estimat*.

---

<sup>346</sup> Og jo større goodwill er, desto mere ”relativ” bliver substans­værdimetodens samlede estimat. -Dvs. at prisansættelsen på markedet, eller alternativt mellem de 2 parter, kommer til at betyde mere for substans­metodens estimat.

Det kunne hævdes, at substansmodellen har en styrke i, at den fremhæver de materielle anlægsaktivers værdi, hvilket giver metoden en vis *gennemskuelighed*. Skjulte aktiver kan dermed blive tydeliggjort, men aktiver er strengt taget kun interessante ud fra deres evne til at skabe indtjening, og den fremtidige indtjening forudsættes jo klarlagt forud for alle værdiansættelser. Fremhævelsen af evt. skjulte materielle aktivers værdi kan dermed kun bidrage til en vurdering af, hvorvidt virksomhedens aktiver i forhold til deres værdi skaber en acceptabel indtjening, og såfremt dette ikke er tilfældet bør virksomheden sælges som enkeltdele. I praksis er langt de fleste aktiver dog som nævnt mere værd i en going-concern virksomhed, hvilket må antages at være vurderingsmændenes udgangspunkt. Derfor bør virksomheds-ejer og mægler også være forsigtige i deres konklusioner på baggrund af en værdiansættelse efter en substansmetode.<sup>347</sup>

Substansmetoden har i vores og andres øjne mange og alvorlige svagheder, og virksomhedsmægler bør generelt vogte sig overfor at benytte den – undtagen i ganske særlige tilfælde, og kun som supplement til andre modeller.<sup>348</sup> Hvis der er væsentlig vækst i virksomheden bør substansmodellen under ingen omstændigheder benyttes, og ej heller hvis der vurderes at være en relativ stor goodwill. Substansværdimetoden må endvidere siges at være en mellemting mellem P/E-metoden og de kapitalværdibaserede modeller, idet metoden som udgangspunkt koncentrerer sig om værdiansættelse af den konkrete virksomheds aktiver, men idet den efterfølgende værdiansættelse af goodwill, ved fastlæggelsen af goodwill's levetid, betinges af en prisansættelses-faktor, som kan være bestemt af forhandling mellem køber og sælger, eller være markedsbestemt ved branchemæssig kutyme eller virksomhedsmæglerens erfaring fra tidligere handler.

Det bedst mulige estimat for værdien af virksomheden mener vi, som førnævnt, bør ligge til grund for forhandlingen og prisansættelsen, men derudover kan man benytte en P/E-metode til at kontrollere og inspirere den konkrete prisansættelse mellem køber og sælger ved at inddrage et estimat af prisen ud fra en markeds-mæssig vurdering, dvs. et estimat af markedsværdien. Substansmetodens estimat er hverken et rendyrket værdiestimat og ej heller et rendyrket markedsværdi/pris-estimat, men er en blanding af de 2 - hvilket teoretisk gør det svært at forsvare anvendelsen af metoden.<sup>349</sup>

---

<sup>347</sup> Nørbjerg (1999 A)

<sup>348</sup> Nørbjerg (1999 A) + Plenborg (2000 B)

<sup>349</sup> Substansmetoden er ikke nævnt i FSR's notat om stats.aut.revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse, og deraf kan man måske udlede, at FSR ligeledes ser teoretiske/praktiske problemer forbundet med anvendelsen af metoden. Kilde: FSR (2002).

## 7.9 Renteskatteskjoldet

Renteskatteskjoldet er som før nævnt ikke en unik problemstilling for nogen af værdiansættelsesmodellerne. Hvis der findes et renteskatteskjold vil værdien af virksomheden alt andet lige stige. DCF- og RI-modellerne indregner skatteskjoldets værdi i afkastkravet og dermed mere eksplicit end P/E-metoden og substansmetoden, hvor man blot må antage at værdien af renteskatteskjoldet er afspejlet i P/E-værdien og den endeligt forhandlede pris.

Problemstillingen er kompleks, og unik for hver enkelt virksomhed, afhængig af bl.a. ejers skattemæssige forhold, virksomhedens årlige overskud & beskatning - samt långivernes skattemæssige forhold. I praksis er det derfor tiltalende at lave simplificerende antagelser, f.eks. ved helt at bortse fra investorskatter. Undersøgelser viser således også, at praktisk taget alle involveret i værdiansættelse anser det for "god praksis" at ignorere investorskatter, hvad enten der er tale om værdiansættelse af børsnoterede selskaber eller af små unoterede virksomheder/selskaber.<sup>350</sup> Hvis argumentet for benyttelsen af denne simplificerende antagelse var, at problemerne ved inddragelsen af investorskatter ville være helt uoverkommelige, så kunne man til dels acceptere dette. Også selvom dette argument næppe er holdbart, når værdiansættelsen drejer sig om den typiske generationsskiftevirksomhed, hvor ejerstrukturen oftest er meget overskuelig. Det er dog mere beklageligt, at en del fagfolk ved værdiansættelse af mindre unoterede selskaber undlader inddragelsen af investorskatter - ud fra en fejlagtig opfattelse af, at disse ikke har nogen større betydning for værdiestimatet.<sup>351</sup> Dette er ikke rigtigt, som bl.a. illustreret af Vestergaard Andersen.<sup>352</sup>

### 7.9.1 Miller og Modigliani (1963)

Renteskatteskjoldet opstår, idet virksomheden kan trække renteudgifter fra som en udgift, inden de betaler skat af det resterende overskud. Selskabet låner således en vis mængde penge, som genererer overskud på lige fod med egenkapitalen, og samtidig kan den rente der betales af de lånte midler trækkes fra i årets overskud. Dermed subsidierer skattevæsenet i princippet virksomhedens låntagning.

Miller og Modigliani, som er omtalt mange gange før, introducerede i 1963 selskabsskatter - i deres indtil da skattefrie verden. Den periodemæssige skattebesparelse i en verden med selskabsskatter, men uden investorskat og hvor det antages at  $r_D = R_F$  - viste M&M vil være lig med:

---

<sup>350</sup> Holm, Petersen og Plenborg (2005) + PWC (2004 B)

<sup>351</sup> Holm, Petersen og Plenborg (2005)

<sup>352</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 145 + Parum (2001)

Formel 18: Det årlige skatteskjoldets værdi:  $T_C \times Debt_{MV} \times R_F$

, hvor  $T_C$  er den marginale selskabsskat.

Og under antagelse af at gælds niveauet var kendt og konstant, virksomhedens levetid er uendelig, cash flow fra driften er en konstant annuitet, og at gælden er risikofri, så skal renteskatteskjoldet kun kapitaliseres med den risikofrie rente. Herudfra viste de, at kapital-nutidsværdien af et renteskatteskjold er<sup>353</sup>:

$$V_{ITS} = \frac{T_C \times Debt_{MV} \times R_F}{R_F} = T_C \times Debt_{MV}$$

Formel 19:

Hvis dette var rigtigt, burde enhver ansvarlig finansdirektør jo skynde sig ud i byen og sørge for, at virksomhedens gældandel tilnærmede sig de 100 %. Gæld skaber jo tilsyneladende helt automatisk værdi, og en virksomheds eksistensberettigelse kunne næsten siges at være at optage mest muligt gæld for dens ejere. I praksis er der dog næppe mange ansvarlige finansdirektører, der fortolker sammenhængen så bogstaveligt, om end det da synes muligt at enkelte har afprøvet sammenhængen i praksis, hvilket naturligvis i sidste ende ville ende ulykkeligt.

Der synes at være en lang række af gode grunde til, at denne sammenhæng ikke holder i virkeligheden, og måske var den heller aldrig tiltænkt en sådan rolle. I det univers som Miller & Modigliani beskrev, var sammenhængen jo korrekt. Fejlen må tilskrives de senere lærebøger, som ubetinget brugte og anbefalede sammenhængen – selvom den virkelige verden ikke er karakteriseret af perfekte kapitalmarkeder, risikofri gæld hvor skat kun findes på selskabsniveau og hvor virksomheders indtjening er en konstant og uendelig annuitet.<sup>354</sup>

Forskellen mellem skatteskjoldets værdi i en M&M verden og i den virkelige verden må antages at være ikke ubetydelig af bl.a. disse nedenstående årsager:

- 1) Ingen (normale) virksomheder vil i år 0 have en kendt og konstant gæld som ligesom lånerenten<sup>355</sup> forbliver den samme igennem hele virksomhedens levetid – som i øvrigt helt urealistisk antages uendelig

---

<sup>353</sup> Dette er andet led i APV-formlen, og i praksis er der, som før antydte, uenighed om  $R_F$ 's rolle i formlen. Se f.eks. Copeland m.fl. (2000) Appendix A. - Efter vores mening bør  $r_D$  benyttes i tælleren, og  $r_{ED}$  i nævneren. Der er dog også visse der mener at  $r_D$  (eller  $R_F$ ) bør benyttes i nævner.

<sup>354</sup> Parum (2002)

<sup>355</sup> I M&M's verden er gælden risikofri, dvs.  $R_F=r_D$ . I den virkelige verden er der både alm. risiko og konkursrisiko på gælden, for hvilken låntagerne tager sig betalt. Risiko på gælden påvirker også egenkapitalens afkastkrav. Derudover findes der ikke perfekte markeder i virkeligheden, og der findes derfor agentomkostninger m.m., dyre og billige lån og långivere som påvirker skatteskjoldets værdi, samt mere overordnet virksomhedens værdi. Kilde: Petersen & Plenborg (2004)

- 2) Skatteskjoldet som stammer fra disse renteudgifter vil (normalt) have en noget større risiko, end de ovenstående renteudgifter, bl.a. fordi;<sup>356</sup>
- 3) At for at skatteskjoldet skal have den beregnede værdi, så skal renteudgifter kunne trækkes fra et positivt overskud, hvert år. – Hvis dette ikke er tilfældet, kan et eventuelt negativt skattemæssigt resultat, i Danmark, bæres frem i tiden, men herigennem bliver nutidsværdien mindre.
- 4) Den marginale selskabsskattesats kan fra politisk side ændres over tid, hvorved skatteskjoldet bliver usikker og hvorigennem skatteskjoldet naturligvis også kan blive mindre eller mere værd.
- 5) Den effektive marginale skattesats for virksomheden kan over årene forventes at adskille sig fra den officielle – ofte er den mindre
- 6) Derudover findes der investorskatter, som typisk beskattes forskelligt af egenkapital og fremmedkapital – hvilket påvirker skatteskjoldets værdi for de forskellige investorer (ejer /långiver). Og i tilfældet med Danmark gør det muligt, at skatteskjoldet er værdineutralt eller værdiløst for ejeren. (Miller 1977)
- 7) Og endelig findes der andre typer skatteskjold, som f.eks. afskrivninger etc., som gør renteskatteskjoldet endnu mere usikkert, eftersom det overskud som renterne kan trækkes fra i dermed bliver tilsvarende mindre. (DeAngelo & Masulis 1980)

Der synes at herske bred enighed om, at M&M's skatteskjold som det er fremlagt i 1963 altid vil overvurdere skatteskjoldets værdi, og i mange virksomheders tilfælde, f.eks. den typiske generationsskiftevirksomhed, formentlig endda overvurdere skatteskjoldets værdi ganske betydeligt.<sup>357</sup> Parum fraråder derfor konsekvent også, at de ovennævnte sammenhænge, formel 18 og 19, bliver benyttet i forbindelse med overvejelser omkring kapitalstruktur og værdiansættelse.<sup>358</sup> – Alternative og mere realistiske opfattelser af kapitalstrukturen og gældens betydning for værdiestimatet præsenteres af henholdsvis Miller og DeAngelo & Masulis – som vi vil kigge nærmere på i de følgende afsnit.

### 7.9.2 Miller (1977)

Miller tager udgangspunkt i den oprindelige Miller & Modigliani-verden fra 1958, hvor det blev vist, vha. det berømte arbitrage-bevis, at i en verden uden skatter og med perfekte kapitalmarkeder, ville en virksomheds værdi være uafhængig af dens kapitalstruktur. – Konklusionen fra dengang fremstilles i alle moderne lærebøger sammen med en advarsel om at man ikke bør tage dette

---

<sup>356</sup> Vestergaard Andersen (2004), s. 90, 101-102, Parum (2002)

<sup>357</sup> Parum (2002), Vestergaard Andersen (2004), s. 90-114

<sup>358</sup> Parum (2002)



bogstaveligt, da den virkelige verden ikke er kendetegnet ved perfekte markeder og ingen skatter.<sup>359</sup> Problemet, og Millers motivation, er at konklusionen fra 1963-artiklen, hvor der bliver indført selskabsskatter, i hans øjne var fejlagtig. Det er især uheldigt, idet fagfolk og corporate finance forfattere udfra bl.a. den udledte sammenhæng i 1963-artiklen hævder, at der findes en såkaldt optimal kapitalstruktur, hvor værdien af yderligere gældsoptagelse kun standses af øgede omkostninger forbundet med konkursrisiko og financial distress. Disse omkostninger stiger naturligvis ved gældsoptagelse, når denne når et vist niveau.

Dette medfører en optimal gældsandel og ligevægtstilstand, ved en gældsandel under - men ikke voldsomt meget under de 100 %, som var det optimale i M&M's simplificerede 1963-model. Denne sammenhæng hvor fordele ved gældsfinansiering kun begrænses af beskedne konkursomkostninger, er som Miller påpeger helt åbenlyst forkert, fordi den reelle gældsandel i virksomheder altid har ligget på et meget lavere niveau. Det kunne måske delvist tilskrives dårlig ledelse og manglende indsigt, hvis uoverensstemmelsen mellem virkelighed og teori kun strakte sig set over en kortere periode, men efterhånden som årene går, må man nødvendigvis konkludere, at teorierne simpelthen er forkerte.<sup>360</sup> 1963-modellen, som til dels blev lagt til grund for disse teorier om fordelene ved gældsfinansiering, var jo i øvrigt kendetegnet ved, at den slet ikke beskæftigede sig med forøgelse af gæld, da denne udtrykkeligt var forudsat konstant ved udledningen. – Det er svært at være uenige med Miller i, at det således er uheldigt, at fagfolk og Corporate-finance forfattere i vid udstrækning har valgt at kassere 1958-modellens pointe samtidig med at de ignorerer, at 1963-modellen er bygget på ligeså urealistiske forudsætninger. - Fordi når investorskatter inddrages, så synes virkeligheden i langt højere grad at stemme overens med 1958-pointen, hvor kapitalstrukturen er irrelevant.<sup>361</sup>

Når Miller indfører investorskatter, så øges realismen selvsagt, idet investorskatter må antages at findes i de fleste lande. Alligevel skal man være klar over, at Miller stadig antager perfekte kapitalmarkeder, og visse andre forsimplede/urealistiske antagelser, som f.eks. at gælden er risikofri<sup>362</sup> – og mere kritisk, at virksomhederne altid kan fratække deres renteudgifter fuldt ud i et positivt overskud.<sup>363</sup>

Miller går ud fra, at der både på selskabsniveauet og investorniveauet er forskellige skattemæssige konsekvenser af fremmedkapital og egenkapital. Og det han finder frem til, er en ligevægtsmodel

---

<sup>359</sup> Miller (1977)

<sup>360</sup> Miller (1977)

<sup>361</sup> Miller (1977)

<sup>362</sup> Indførelsen af risiko på gælden er dog ikke et problem for Millers teori. Men stor risiko på gælden er ofte ensbetydende med at overskud er usikkert, og dermed bliver et muligt problem, at renteudgifter ikke hvert år umiddelbart kan fratækkes.

<sup>363</sup> Parum (2001), s. 215

for samfundets kapitalstruktur (eller virksomhedernes på makro-niveau), når der tages hensyn til samspillet mellem henholdsvis investor og selskabsniveauet. - At se på samspillet mellem niveauerne er utvivlsomt den rigtige løsning, såfremt niveauerne koordineres ud fra et ønske/krav om at skabe en ligevægt, dvs. hvor alle grupper er tilfredsstillet, og hvor et overordnet ønske er at minimere den samlede beskatning (og øge egenkapitalens værdi).

Grundlæggende findes der som regel, ifølge Miller, en optimal kapitalstruktur for samfundets virksomheder set på et *overordnet samfundsniveau*. Denne optimale kapitalstruktur vil (automatisk) være givet ud fra henholdsvis de relevante skattesatser på selskabs- og investorniveauet, og størrelsen af grupperne af investorer/långivere med samme skattesatser.

Miller udleder videre, at når investorskatter medtages sammen med selskabsskatter vil værdien af en virksomheds fremmedkapitalsfinansiering ( $G_L$ ) være givet ved følgende sammenhæng:<sup>364</sup>

$$\left( \frac{V}{ITS} \right) = G_L = \left[ 1 - \frac{(1 - T_C) \cdot (1 - T_E)}{(1 - T_B)} \right] \cdot Debt_{MV}$$

Formel 20:<sup>365</sup>

Sammenholdes denne formel med formel 19, ses det, at der er 2 nye elementer der afgør skatteskjoldets værdi, henholdsvis den marginale skattesats for egenkapitalindtægt (dividende)  $T_E$  og den marginale skattesats for fremmedkapitalindtægt  $T_B$ . – Og det kan hurtigt ses, at hvis disse 2 elementer fjernes, eller  $T_E = T_B$ , så er skatteskjoldets værdi som udledt ved formel 19,  $T_C \times Debt_{MV}$ .

Derudover kan det også udledes, at ved en række forskellige værdier for  $T_E$ ,  $T_C$  og  $T_B$ , nærmere bestemt alle kombinationer som opfylder nedenstående sammenhæng, så vil skatteskjoldet slet ikke eksistere.

$$(1 - T_B) = (1 - T_C) \cdot (1 - T_E)$$

⇓

$$G_L = 0$$

Formel 21:

Ved en række kombinationer af disse skattesatser, f.eks.  $T_C=32\%$ ,  $T_E=38\%$ , og  $T_B=58\%$ <sup>366</sup> findes der altså *intet skatteskjold*, og dermed ingen værdi forbundet med at finansiere virksomheden med

---

<sup>364</sup> Hvis renteskatteskjoldet defineres som det virksomheden *sparer i skat*, så er Millers renteskatteskjold det samme som i M&M's. Besparelsen går dog udelukkende til långiver, enten som långivers overskud (ekstra fortjeneste), eller til at dække långivers højere skat.

<sup>365</sup> Miller (1977) – Skatteskjoldet *årlige* værdi kan naturligvis også beregnes med inddragelsen af lånerenten og en diskonteringsfaktor.

<sup>366</sup>  $T_C$  er samfundets marginale selskabsskattesats og antages simplificerende af Miller til at være den effektive skattesats for alle skatteobjekter, dvs. den holdes konstant.  $T_E$  er skattesatsen på egenkapitalindkomst og den antages at være forskellig for forskellige grupper i samfundet, men alle grupperes  $T_E$  antages for at være proportional med deres skattesats på fremmedkapital  $T_B$  – som varierer fra gruppe til gruppe. Kilde: Miller (1977)

fremmedkapital. Det er godt nok indiskutabelt, at virksomheden stadig vil have fradrag af sine renteudgifter, men hvor det i M&M's 1963-model blev antaget at værdien tilfaldt ejerne af virksomheden, så antages det nu i stedet, at værdien af skatteskjoldet tilfalder långiverne - der som reaktion på en højere skattesats vil kræve en tilsvarende højere ligevægtsrente. – Hvis denne ligevægtssituation er gældende på samfundsniveau, så vil den enkelte virksomhed være helt indifferent overfor finansieringstypen, idet fremmed- og egenkapitalen kræver samme afkast/rente. Det er principielt også ligegyldigt om den enkelte virksomheds långiver har en lavere skattesats på fremmedkapital end den marginale (ligevægts) skattesats på fremmedkapital, idet långiveren formodes at kræve sig aflønnet med den ligevægtsrente som findes i samfundet – og indkassere gevinsten selv.<sup>367</sup> –

En vigtig antagelse for Miller, som dog også er holdbar i virkeligheden er, at der i samfundet findes investorgrupper med forskellige skatteniveauer – dvs. forskellige grader af beskatning på fremmedkapitalindkomst (og en proportional mindre beskatning på egenkapitalindkomst).<sup>368</sup> Hvis investorerne kræver et vist afkast efter-skat for at være interesseret i at eje fremmedkapital, så betyder det at der til forskellige rentesatser vil være *en vis afgrænset mængde* købere til en virksomhedernes fremmedkapital. Investorer som f.eks. overhovedet ikke beskattes af fremmedkapitalindkomst vil være interesseret i at købe obligationer til en forholdsvis lav rente, men da der kun findes en vis mængde af disse købere, vil virksomhederne gradvist skulle sætte renten op på deres udbudte obligationer – eller m.a.o. vil virksomhederne skulle betale en gradvist højere rente for deres låntagning.<sup>369</sup> Den rente som virksomhederne er villige til at betale långiverne, afhænger af, hvad der før-skat kræves for at honorere *ejernes* efter-skat afkastkrav - dvs. før-alle-skatte afkastkravet. Virksomhederne kan således, uden at det koster dem penge, udbyde obligationer, eller øge låntagningen, til en rente på - eller mindre end:

Formel 22:<sup>370</sup>

$$Udbudsrente_{Indif. virksomheder} = r_{supply} = \frac{r_E \cdot (1 - T_E) \cdot (1 - T_C)}{(1 - T_B)}$$

---

<sup>367</sup> Miller (1977). Der kan dog argumenteres for, at hvis långiver f.eks. er en bank, som er i hård konkurrence med andre banker, at bankens udlånsrente så vil blive fastsat ud fra den beskatning på fremmedkapitalindkomst som banker påføres (30 %) – snarere end skattesats som skaber ligevægt/ligevægtsrenten i samfundet. Denne argumentation er vi ikke ubetinget enig i, men se f.eks. Christensen (2002)

<sup>368</sup> Beskatning på egenkapitalindkomst blev af Miller simplificerende antaget til at være 0 %. Vi lader  $T_E$  være 38% - men den kunne være hvad som helst, så længe den er proportional mindre end  $T_B$

<sup>369</sup> Miller (1977) + Parum (2001), s. 209 frem.

<sup>370</sup> Parum (2001), s. 209+221 (figur 6.1E korrigeret)

Hvilket fører til en ligevægtstilstand for kapitalstrukturen, som dikteres af den rente virksomhederne skadesløst kan betale for fremmedkapital og udfra den fra samfundet givne kurve for efterspørgsel af fremmedkapital – som er en funktion af investorernes respektive skattesatser og de tilhørende nødvendige rentesatser.<sup>371</sup> Investorer er indifferente overfor om de ejer fremmedkapital frem for egenkapital, da egenkapitalbeskatningen antages proportionalt mindre – dvs. efter-skat afkastet er det samme på fremmedkapitalen og egenkapitalen.<sup>372</sup>

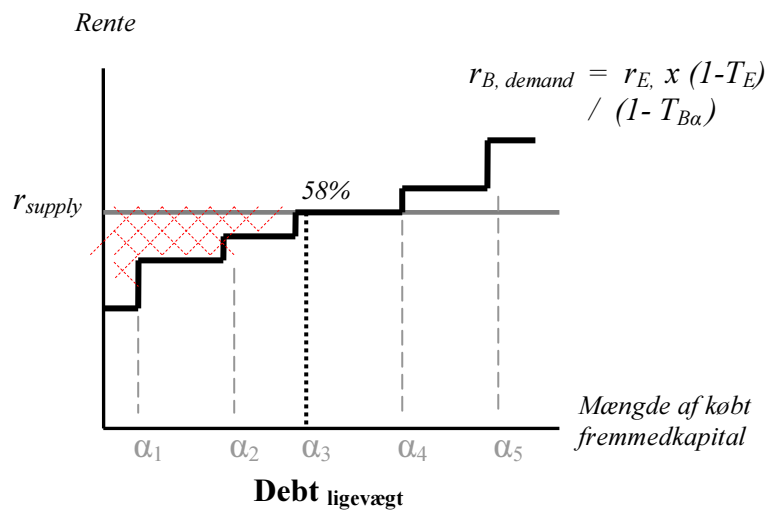
Som formel 21 klarlagde, så vil der under visse forhold ikke være noget skatteskjold. Nedenstående formel viser den skattesats på fremmedkapital, som i forhold til de øvrige skattesatser - er minimumskravet for at kunne skabe ligevægt i samfundet. Den givne marginale selskabsskattesats  $T_C$  i samfundet antages konstant 32 %. Og den ligevægtsskabende gruppe i samfundet,  $\alpha_3$ , se figur 11, har en marginals-kattesats på egenkapitalindtægt  $T_E$ , på 38 %.

$$T_B \geq T_C + [T_E \cdot (1 - T_C)]$$

$$0,32 + [0,38 \cdot (1 - 0,32)] = 58\%$$

Formel 23..<sup>373</sup>

Figur 11: Skabelsen af en samfundsmæssig ligevægt af mængde af virksomheders udestående fremmedkapital – og en tilhørende ligevægtsrente. Hvor  $T_{B\alpha}$  er en konkret skattesats på fremmedkapitalindkomst, for en pågældende gruppe i samfundet - ( $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$ )<sup>374</sup>



Den samlede værdi af virksomhedernes skatteskjold ses i ovenstående figur som det skraverede område, og værdien indkasseres af de långivere i samfundet som har en så lav skattesats, at de ville

<sup>371</sup> De respektive investorgrupperes størrelse er også relevant, for samfundets optimale kapitalstruktur. Er medtaget fig. 11.

<sup>372</sup> Det er tilstrækkeligt at kun en gruppe i samfundet opfylder formel 23 og det danske progressive (ikke proportionelle) skattesystem kan indpasses i modellen. Parum (2001)

<sup>373</sup> Parum (2001), s. 221

<sup>374</sup> Miller (1977), Parum (2001), s. 209 + s. 218 Det er i øvrigt en yderligere forudsætning at virksomhederne tilbyder den nødvendige mængde fremmedkapital for at nå ligevægtssituationen.

have nøjes med en mindre rente. - Skatteskjoldet vil ikke have nogen værdi for ejerne, så længe *ejernes*  $T_E$  er tilsvarende (proportionalt) mindre end  $T_B$  - hvis samfundets ligevægtsskattesats på fremmedkapitalindkomst ( $T_B$ ) er på 58 % så vil en ejers  $T_E$  på 38 % betyde at skatteskjoldet ikke har nogen værdi for vedkommende. Og derfor vil virksomheden også være indifferent ang. kapitalstrukturen, ligesom virksomhedsværdien vil være upåvirket af finansieringen. Hvis  $T_E$  for ejeren derimod er mindre end 38 % i den pågældende situation – så vil skatteskjoldet være negativt. Omvendt vil der være et beskedent positivt skatteskjold, såfremt *ejeren* har en marginal skattesats på egenkapitalindkomst højere end de 38 %, som var samfundets marginale skattesats i ligevægtssituationen. Ligeledes hvis den konkrete virksomheds *effektive selskabsskat* er mindre end den officielle/normale marginale selskabsskattesats i samfundet, så vil skatteskjoldet være negativt/værdidestruerende i ligevægtssituationen. I et sådant tilfælde vil egenkapitalfinansiering være at foretrække. - Det er derfor nødvendigt både at analysere virksomhedens, ejerens og samfundets skatteforhold, før virksomhedsmægler med sikkerhed kan klarlægge om der findes et eventuelt skatteskjold, som skal inddrages i værdiansættelsen.

Men hvis  $T_E < T_B$ , så vil skatteskjoldets værdi altid være mindre værd (end i M&M udgangspunktet). Hvis samfundets skattesatser på egenkapitalindkomst ( $T_E$ ) stiger i forhold til samfundets  $T_B$ -skattesatser, så vil 1) det bedre kunne betale sig for investorerne at låne virksomhederne penge frem for at købe aktier og 2) *udbudsrenten* for fremmedkapitalen vil ligeledes blive større, dvs. virksomhederne vil generelt ønske mere fremmedkapital, pga. den højere skat på også ejernes egenkapitalindkomst. – Dette vil umiddelbart igen lede til en ny ligevægtssituation, lidt længere til højre i figur 11.

Men hvis  $T_E$  bliver så forholdsmeæssig høj, at det kan betale sig for alle, incl. dem som er udsat for samfundets allerhårdeste beskatning på fremmedkapital, ( $T_{Bmax}$ ) at låne virksomheden penge, så vil ligevægtstilstanden for virksomhedernes kapitalstruktur på makro-niveau, figur 11, ikke kunne opnås. - Fremmedkapital vil ubetinget være fordelagtigt, og den teoretiske konsekvens er igen en gældsandel tæt på 100 % - kun begrænset af omkostninger forbundet med konkursrisiko, financial distress, som der her bortset fra<sup>375</sup>.

Miller hævder som nævnt, at der for samfundet i ligevægt vil findes en optimal kapitalstruktur - men ikke for den specifikke virksomhed, dvs. at kapitalstrukturen er helt irrelevant for

---

<sup>375</sup> Miller (1977)

virksomhedens værdi – når samfundet er i ligevægt.<sup>376</sup> I vores øjne er kapitalstrukturen dog kun *helt irrelevant* for ejerne og virksomheden (og dennes værdi), når ejernes udbytte (efter  $T_C$ ) beskattes i samme grad som fremmedkapitalindkomsten beskattes for den gruppe, der skaber/bestemmer ligevægtsrenten i samfundet. - Miller går efter vores mening lidt for langt i hans argumentation, idet han hævder, at ethvert forsøg en konkret virksomhed gør på at forøge sin fremmedkapitalandel, pga. en eventuel skatteskjoldfordel, straks vil presse renten tilsvarende op pga. den øgede mængde efterspurgt fremmedkapital – og dermed fjerne den eventuelle gevinst der ellers uden videre kunne hentes. Miller troede generelt ikke på, at værdi kunne skabes ved nemme arbitrage-handlinger, og det kunne det bl.a. ikke - fordi han anså markedet for (næsten) perfekt og supereffektivt.<sup>377</sup> I virkelighedens verden er der selvfølgelig et vist spillerum for de enkelte virksomheder, både fordi markedet ikke er perfekt, men også fordi at ligevægtskurven, består af trin defineret af de enkelte grupper efterspørgsel efter fremmedkapital – se figur 11.<sup>378</sup>

Det er i øvrigt nødvendigt at huske på at de mulige långivere kan opdeles i 2 kategorier, henholdsvis ejeren selv, og andre kapitalkilder i samfundet. Som det fremgår, tager det ovenstående udgangspunkt i at långiver er forskellig fra ejer, og at långiveren vil låne virksomheden penge til en rente der bestemmes af den samfundsmæssige ligevægt. Ejeren kan naturligvis også selv vælge at låne virksomheden kapital i stedet for at indskyde den som egenkapital. I så fald er det naturligvis ejerens personlige  $T_B$  og  $T_E$  som bestemmer om der er et renteskatteskjold. Hvis disse f.eks. er;  $T_B = 58\%$  og  $T_E = 38\%$ , så vil ejeren ikke kunne profiterer af skifte mellem egenkapital og fremmedkapitalfinansiering.

Millers 1977-teori om kapitalstrukturen har for os stor intuitiv tiltrækningskraft. Det synes logisk, at skattesatserne på investorniveau har stor betydning, og det synes for os indlysende rigtigt, at udbud og efterspørgsel *på samfundsniveau* - skaber en ligevægtsrente som gør, at virksomhedernes kapitalstruktur *overordnet set* bliver værdineutral.

Långivers skattemæssige forhold er ikke særlig vigtig, når samfundet er i ligevægt. Såfremt den konkrete långiver har en skattesats på f.eks. 58 %, hvilket også er den marginale skattesats som fastlægger ligevægtsrenten i samfundet, så siger Millers teori, at hele skatteskjoldet vil gå til at kompensere for denne høje skatte-procent og ligevægtsrente. Dette lyder for os helt logisk. - Ligeledes synes det logisk, at i hvert fald en del af et eventuelt skatteskjolds værdi går til långiveren, hvis der på samfundsniveau findes en højere *ligevægts*-skattesats for fremmedkapitalen,

---

<sup>376</sup> Parum (2001)

<sup>377</sup> Stulz (2000)

<sup>378</sup> Den trin-opdelte efterspørgselskurve er hentet fra Parum (2001), ikke Miller (1977) – der benyttede en blød kurve.

og dermed en højere ligevægtsrente - end den konkrete långivers skattesats og deraf nødvendige krav til rente ellers ville have været. Långiver kan jo i princippet ligeså godt låne ud/kræve et afkast svarende til ligevægtsrenten og indkassere hele værdien af skatteskjoldet som overskud. Men hvorvidt sådanne långivere får hele skatteskjoldets værdi *i praksis* eller hvorvidt værdien deles, og i så fald i hvilket forhold, er svært at sige noget om.

Modsat Miller mener vi ikke, at det er helt utænkeligt, at en af del værdien kunne komme ejerne til gode. En faktor der dog taler imod en deling kunne dog være forhandlingspositionen, som alt andet vil være meget lidt gunstig for mindre generationsskiftevirksomheder. Derudover er der i praksis mange andre faktorer, der pålægger mindre virksomheder/selskaber en ekstra byrde ved gældsfinansiering, bl.a. en større relativ udgift til agentomkostninger, konkursrisiko m.m. - og asymmetrisk information, som indebærer mindre effektiv gældsoptagelse og mindre fremmedkapital til virksomhedens disposition. Af disse ovennævnte grunde vil skatteskjoldet alt andet lige være mindre værd for små virksomheder, og långiver er endvidere i en bedre position til at inkassere hele skatteskjoldets eventuelle værdi.<sup>379</sup>

Det som i vores øjne er det største problem ved Millers model er, at det antages at der altid er mulighed for at fratække eventuelle rentekomkostninger i et positivt overskud. Det er langtfra altid tilfældet. Virksomheder der går igennem et ejerskifte og hvis indtjening derfor kan være præget af en vis usikkerhed – eller som måske anlægger et højere investeringsniveau i forbindelse med nye ambitioner, kan sagtens tænkes at have en årrække med underskud. Generelt er det vores opfattelse at små og mindre virksomheder ofte vil have mere svingende overskud end store virksomheder, bl.a. fordi de er mere afhængige af enkeltkunder/-projekter og de årlige investeringers størrelse svinger relativt mere. Derudover er udlandets indflydelse på f.eks. de danske rentesatser en udfordring for Millers teori og et stort praktisk problem for analysen. Der er en enkelt undersøgelse der indikerer at der måske er en tendens til at fremmedkapital favoriseres når de internationale kapitalmarkeder inddrages<sup>380</sup> - Men isoleret set er de skattemæssige forhold i Danmark på nuværende tidspunkt, af sådanne proportioner, at en Miller ligevægt er mulig<sup>381</sup> – og måske endda sandsynlig!

M&M fra 1963 og Miller fra 1977 er de to ekstremer, hvad angår kapitalstruktur og værdien af gæld. Kompromis-teorier, hvoraf DeAngelo & Masulis leverer det vigtigste bidrag, er et alternativ som vurderer værdien af renteskatteskjoldet til at ligge et sted mellem de to ekstremer.

---

<sup>379</sup> Christensen (2002)

<sup>380</sup> Undersøgelses validitet er dog bragt i tvivl, se Parum (2001), s. 252-256, 260-262

<sup>381</sup> Parum (2001), s. 252-256, 260-262

### 7.9.3 DeAngelo & Masulis (1980)

D&M tager udgangspunkt i Millers ”Debt and Taxes”-model fra 1977 og antager f.eks. ligesom Miller, at  $T_E$  som udgangspunkt er mindre end  $T_B$ . Det nye er inddragelsen af de ikke-renterelaterede skatteskjold, såsom f.eks. afskrivninger og investeringsfradrag. D&M ønsker at undersøge, hvorvidt et værdineutralt skatteskjold og irrelevant kapitalstruktur også gælder, når de ikke-renterelaterede skatteskjold inddrages – eller om der alternativt bliver en optimal kapitalstruktur for de enkelte virksomheder.<sup>382</sup>

Dette undersøges ud fra en 2-periodes værdiansættelsesmodel, som bygger på følgende;

- at renter/skatteskjolds størrelse er usikkert i år nul,
- at der findes ikke-rentebaserede skatteskjold,
- at renteskatteskjoldet, hvis IKKE der fandtes ikke-rentebaserede skatteskjolde - aldrig ville fortabes
- at investorerne IKKE kan fremføre regnskabsmæssige underskud
- at skattesatserne på indkomstniveau varierer for forskellige grupper/individer, både mht. skat på egenkapitalindtægt og på fremmedkapitalindtægt
- at  $T_E < T_F$
- og at investorer sammensætter deres portefølgers kapitalstruktur ud fra de skattesatser de har i år nul, og ud fra deres optimale risikopræferencer

Der skabes forskellige fremmedkapitals-efterspørgselsfunktioner for de forskellige grupper, ligesom der laves en udbudskurve ligesom Miller. D&M’s udbudskurve er dog ikke en ret linie ligesom Millers, i stedet bliver det en kurve, idet virksomheder antages efter et vist punkt at blive tøvende eller modvillige overfor at udbyde mere fremmedkapital af frygt for ikke at kunne udnytte renteskatteskjoldet - i takt med at også det ikke-renterelaterede skatteskjold stiger. M.a.o. falder værdien af det marginale renteskatteskjold i takt med låntagning.

Under disse forudsætninger viser D&M, at der er en optimal kapitalstruktur for virksomhederne, og denne vil stamme fra, og kan defineres ud fra:

- at der er en forventning om konstant/gradvist tab af værdien af det marginale renteskatteskjold på *investorniveau* i forhold til yderligere gældsoptagelse

---

<sup>382</sup> DeAngelo & Masulis (1980)



- mens de positive ikke-rentebaserede skatteskjold betyder, at der på *selskabsniveau* er en forventning om, at fordelene ved de rentebaserede skatteskjold mindskes i takt med højere gearing, når et vist punkt ( $B_{FULL}$ ) overskrides.

Investorerne efterspørgselskurve falder derfor som en ret linie, mens virksomhedens udbudskurve er en stigende kurve, som er en funktion af at de forventede fordele ved renteskatteskjolde bliver mindre.<sup>383</sup>

Figur 12:<sup>384</sup>

Markedsligevægt med

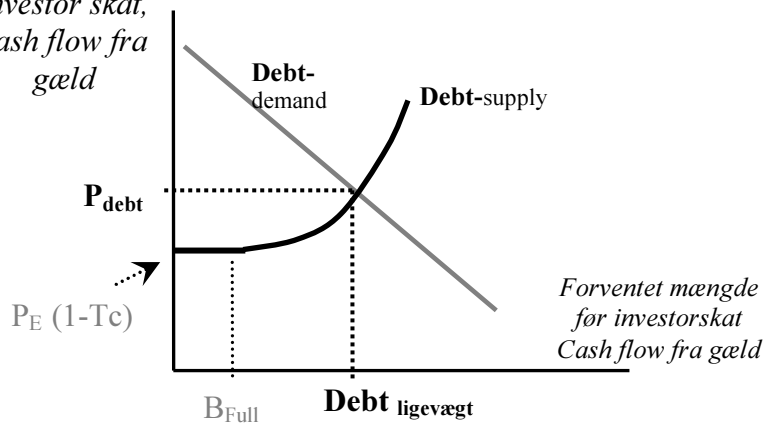
rente- og ikke renterelaterede skatteskjold.

Hvor  $B_{FULL}$  er den samlede mængde gæld, som

tillader fuld udnyttelse af renteskatteskjoldet

Og  $P_{debt} > P_E (1-T_c)$  er gældens/renteskatteskjoldets værdi.

Markedsværdi  
pr. enhed, for  
investor skat,  
cash flow fra  
gæld



Såfremt det antages, at regnskabsmæssige underskud kan fremføres, så vil udbudskurven være en blødere opadgående kurve. Og såfremt der indføres risiko på gæld, så vil efterspørgslen være mere stejlt nedadgående.<sup>385</sup>

Skæringspunktet angiver den optimale kapitalstruktur for en given virksomhed, og det deraf resulterende renteskatteskjold vil i modellen udelukkende tilfalde ejerne. Værdien af renteskatteskjoldet vil dog være noget mindre end i M&M-modellen.<sup>386</sup> At beregne den optimale kapitalstruktur samt værdien af skatteskjoldet må dog siges at være kompliceret matematik.<sup>387</sup>

#### 7.9.4 Renteskatteskjold og den typiske generationsskiftevirksomhed

Vi har nu præsenteret 3 vidt forskellige opfattelser omkring virksomhedens (optimale) kapitalstruktur og renteskatteskjoldet. M&M's oprindelige 1963-model anførte, at værdien ved gældsoptagelse var ganske betragteligt ( $T_C \times Debt_{MV}$ ), hvilket efter al logik burde medføre, at virksomheder altovervejende finansierer sig med gæld. Det gør de i praksis ikke, hvilket bl.a. Miller anførte som et absolut bevis for teoriens fejlagtighed. Danske børsnoterede selskaber kendetegnes overordnet set ved at være indifferent overfor, hvorvidt der er gæld i virksomheden eller ej. Faktisk

<sup>383</sup> DeAngelo & Masulis (1980)

<sup>384</sup> Ibid.

<sup>385</sup> DeAngelo & Masulis (1980)

<sup>386</sup> Parum (2001), s. 210, 223-228, 232

<sup>387</sup> DeAngelo & Masulis (1980)

synes de at foretrække egenkapitalfinansiering – dog måske af helt andre årsager, såsom forberedelse til store investeringer og opkøb m.m.<sup>388</sup> Men det synes i hvert fald vanskeligt at se nogen form for handling der kunne tyde på, at der arbejdes aktivt ud fra troen på, at en optimal kapitalstruktur findes. Det er ifølge Møller & Parum et klart indicium på, at der i praksis ikke findes en optimal kapitalstruktur, som der er nogen væsentlige tab forbundet med at ignorere.<sup>389</sup> I det mindste *må ledelsen* i disse store selskaber ikke tro, at der er nogen væsentlige tab forbundet med høj egenkapitalfinansiering.

Der findes dog visse fagfolk og akademikere, bl.a. John Graham, der hævder, at renteskatteskjoldet i gennemsnit udgør 7-10 % af en virksomheds værdi, og at denne værdi for de relativt konservative virksomheder kunne fordobles eller endda tredobles ved en mere aggressiv gearing. Graham's forklaring på, hvorfor gearing så ikke i højere grad er en væsentlig prioritet for virksomhederne, synes at være - at virksomhederne simpelthen blot endnu ikke har forstået, hvor stor en værdiskabelse en højere gearing i grunden kan skaffe dem.<sup>390</sup> Millers svar på hvorfor gearing i praksis ikke synes at være en væsentlig prioritet for virksomheder er, at der ganske enkelt ikke er nogen (nævneværdig) fordel ved gearing. Men at de folk, konsulenter etc., som promoverer fordele ved høj gearing blot ikke gør nogen skade, da kapitalstruktur er fuldkommen irrelevant. Derfor kan konsulenter principielt i uendelighed få lov til at promovere og søge efter den optimale kapitalstruktur, da det ikke har nogen synderlige omkostninger for virksomhederne, udover selvfølgelig lønningerne til konsulenter.

Vi har langt mere forståelse for Millers argument, om end kapitalstruktur næppe altid er 100 % irrelevant. Men det er i hvert fald svært at forestille sig, at rimeligt succesfulde virksomheder på børserne, med af al deres erfaring og lange levetid, endnu ikke har indset, at de blot ved at øge gearingen kan øge værdien af selskabet med 14-20 %. Derudover er Millers 1977-teori som den eneste intuitiv tiltalende for os. Det er den eneste, hvortil vi kan sige – ja, selvfølgelig, sådan må det forholde sig. Man kan spekulere over, hvorfor teorien ikke er mere anerkendt og omtalt i f.eks. de udenlandske Corporate finance bøger. En lille del af forklaringen kunne være, at stort set alle de kendte forfattere er konsulenter som bl.a. lever af at optimere kapitalstrukturen – men en større del af forklaringen er formentlig, at en Miller-ligevægt generelt er sværere at opnå i det amerikanske skattesystem.<sup>391</sup>

---

<sup>388</sup> Børsen, d. 25/4-2005 "Dansk erhvers-top gældfri næste år"

<sup>389</sup> Møller & Parum (1999)

<sup>390</sup> Graham (2001) og (2000)

<sup>391</sup> Parum (2001), s. 260

Man skal dog i vores øjne ikke være blind for, at der kan være et (beskedent) skatteskjold afhængig af de forskellige niveauer skattesatsers – skævvridning og samvirke. Derfor er en grundig analyse af *køberens og sælgerens* skattemæssige forhold absolut anbefalelsesværdig,<sup>392</sup> ligesom virksomhedsmægler selvfølgelig skal skaffe sig overblik over den effektive og marginale selskabsskattesats, og sidst men ikke mindst vurdere om samfundet befinder sig i en ligevægtssituation eller ej.

Som nævnt synes danske og internationale børsnoterede selskaber dog at agere ud fra, at kapitalstruktur er irrelevant, og dette er et indicium for at Millers teori om ligevægt og kapitalstrukturens irrelevans i store træk er holdbar. Ligesom Parum har vist, at en Miller-ligevægt er mulig i Danmark.<sup>393</sup> - Udover empiriske undersøgelser og de empiriske indicier i dansk erhvervsliv, som underbygger at kapitalstruktur er irrelevant<sup>394</sup>, er der i praksis mange andre gode grunde til, at renteskatte-skjoldet for en lille unoteret virksomhed som hovedregel ikke bør tillægges nogen større værdi (se afsnit 7.9.2).<sup>395</sup>

Hvis køberne er privatpersoner, som det ofte vil være for den typiske generationsskiftevirksomhed, vil der som udgangspunkt være skatteneutralitet. Og i visse tilfælde kan en høj gearing være umulig at opnå for mindre virksomheder, eller værre endnu være dyr og værdidestruerende – dvs. medføre et negativt skatteskjold.<sup>396</sup> Mindre virksomheder har tydeligvis sværere ved at opnå lån, og omkostninger og renter ved låntagning, er relativt højere for de mindre virksomheder. Derudover er stabilitet i årets overskud nødvendigt for at udnytte renteskatte-skjoldets værdi maksimalt. Samlet set gør disse faktorer fremmedkapitalfinansiering relativ uattraktiv, hvilket kan begrænse væksten, og købers muligheder for fornuftigt finansiering ved virksomhedskøb.<sup>397</sup>

DeAngelo & Masulis teori virker umiddelbart som uoverskuelig i praktisk implementering. Især synes arbejdsindsatsen ikke at være indenfor rimelighedens grænser, når det drejer sig om en værdiansættelse af en lille unoteret virksomhed. – Et problem ved modellen er f.eks., at virksomhedsmægler først skal beregne den optimale kapitalstruktur, før WACC'en kan udregnes, og de benyttede formler og sammenhænge synes at være så komplicerede, at ikke alle kan forventes

---

<sup>392</sup> Visse fagfolk benytter det at de ikke kender købers forhold forud for værdiansættelsen, som begrundelse for ikke at inddrage investorskat. Kilde: Petersen & Plenborg (2005) - En sådan begrundelse er ikke god, da det i praksis ikke bør være et problem at indregne/korrigere senere, når køber kendes – og da investorskat som sagt kan have betydning, især hvis alternativet er at benyttes M&M's skatteskjold.

<sup>393</sup> Parum (2001), s. 252-256, 260-262

<sup>394</sup> Parum (2001), s. 277

<sup>395</sup> Møller & Parum (1999)

<sup>396</sup> Christensen (2002)

<sup>397</sup> Det kunne dog lyde til at udviklingen går i den rigtige retning, især for de mindre men ikke helt små virksomheder Kilde: Berlingske Tidende, 4. August, 2004 "Lettere at få lån til virksomhedskøb" – Interview med Nørhøj.

at have nemt ved korrekt implementering. Vi har ikke kunnet lokalisere en guide til implementering i praksis, hvilket naturligvis gør det svært at vurdere metodens praktiske egenskaber. Derudover er der indlysende fejl i den oprindelige model, som D&S fremlagde i 1980. Bl.a. er mulighed for fremskrivning af underskud ikke medtaget i ligningerne, ligesom at investeringer i reklamer o.lign. salg fremmende udgifter, faktisk nedsatte skatteskjoldets værdi, hvor det i praksis burde øges - pga. det forventede større afkast. Derudover er der flere empiriske undersøgelser der viser, at de ikke-skatterelaterede skatteskjold kan være positivt korreleret med gældsandelen, i stedet for at være negativt korreleret som modellen forudsiger/antager.<sup>398</sup> Det er dog klart et tiltalende aspekt, at de ikke renterelaterede skatteskjold bliver inddraget.

Alt i alt mener vi, at mht. værdiansættelse af den typiske generationsskiftevirksomhed, bør der tages udgangspunkt i Miller's "Debt and taxes", og udfra en analyse af skatteforholdene og skattesatser bør der vurderes, hvorvidt der reelt er et skatteskjold for den konkrete virksomhed og køber. Såfremt et sådant findes, bør virksomhedsmægler være meget opmærksom på - at det næppe kan være særligt stort. Det er der i vores øjne tydelige empiriske beviser på.

Til sidst skal det lige nævnes, at ovenstående overvejelser omkring skatteskjoldets størrelse ikke har meget at gøre med de førnævnte beta-relationer, der alle som udgangspunkt arbejder udfra en M&M-model, justeret for hvorvidt skatteskjoldet er kendt og derfor sikkert - eller om skatteskjoldet er ukendt og derfor skal diskonteres med en faktor der afspejler dette. De alternative beta-relationer, Harris & Pringle's og Miles & Ezzel's, vil levere et værdiestimat der ligger meget tæt op af hinanden, og i øvrigt vurderer skatteskjoldet værdi til at ligge mellem M&M (100%) og Miller (0%), f.eks. 24-27% under M&M-modellens anslåede værdi af skatteskjoldet.<sup>399</sup> De alternative relationer er derfor bedre end M&M-modellen, som klart er fejlagtig - men de overvurderer i vores øjne formentligt ofte stadigvæk det reelle skatteskjoldets værdi - når vi taler om en typisk dansk generationsskiftevirksomhed.

Formel 12, som vi beskrev i afsnit 7.4.6, er justeret for en Miller-faktor - og ville ved indsættelse af  $T_C=32\%$ ,  $T_E=38\%$ , og  $T_B=58\%$ , levere et skatteneutralt værdiestimat. For DCF-modellens vedkommende kan formel 10 benyttes, hvis det vurderes at der slet ikke er et skatteskjold, og formel 11 og 12 hvis der vurderes at være et vist (beskedent) skatteskjold. På samme måde bør formel 12 benyttes til at justere egenkapitalens afkastkrav i RI-modellen, hvis der vurderes at være et beskedent skatteskjold - og egenkapitalens afkastkrav før-skat afkastkrav skal justeres med  $(1-T_C)$

---

<sup>398</sup> Parum (2001), s. 225

<sup>399</sup> Harris & Pringle (1985)

til efter-skat afkastkrav, hvis der vurderes at være skatteneutralitet, da skatten er trukket fra i den residualindkomst som skal diskonteres.

### 7.10 Delkonklusion på værdiansættelse og værdiansættelsesmodellerne

Som vi har argumenteret for igennem projektet, så mener vi, at det er nødvendigt at skelne mellem henholdsvis markedsværdi/pris-estimer og værdiestimer, hvor forskellen mellem de 2 typer er, hvorvidt en prisdannelse (som oftest fastlagt ud fra markedet) er indregnet eller ej. Hvis;

- *markedet er perfekt og altid 100 % effektivt, og dermed aldrig over- eller undervurderet,*
- *og hvis virksomheden under værdiansættelse kan antages at være 100 % sammenlignelig med peer-gruppen*
- *og handles på nøjagtigt samme marked (ud fra samme markeds kræfter) som peer-gruppen,*

så kan der argumenteres for, at et pris/markedsværdiestimat ud fra P/E-metode bør ramme den rigtige pris for virksomheden - som 2 uafhængige parter ellers ville være nået frem til ud fra et teoretisk korrekt værdiestimat. Disse forudsætninger er dog i vores øjne uforenelige med virkeligheden, hvorfor vi har argumenteret for, at den gode værdiansættelse indebærer, at køber og sælger bliver præsenteret for et teoretisk korrekt værdiestimat - hvorefter prisfastsættelsen kan ske via forhandling mellem parterne.

Af de værdiansættelsesmodeller vi har undersøgt er kun DCF- og RI-modellen i stand til at producere et sådant teoretisk korrekt værdiestimat, hvorfor vores anbefaling må være, at af de 4 modeller vi har undersøgt, bør en af de 2 ovennævnte modeller udgøre hovedgrundlaget i værdiansættelsen af generationsskiftevirksomheder. Argumenter om at RI-modellen er bedre end DCF-modellen, når der er fejl i implementering kan muligvis være rigtige afhængig af hvilken type fejl der begås. Vi mener dog at det er mere betydningsfuldt, at eventuelle fejl ved værdiansættelse med en RI-model, *kun* kan indregnes i den korterevarende budgetperiode, hvis det forudsættes, at terminalperioden er værdineutral - hvilket vi mener ofte vil være en fornuftig antagelse. Fejl må alt andet-lige være lettere at opfange, hvis den fordeles over f.eks. de førstkomende 5 år - snarere end over en evigtvarende terminalperiode.

Vi har endvidere igennem projektet argumenteret for, at andre kriterier end det teoretiske korrekte værdiestimat bør inddrages i bedømmelsen af modellerne, herunder;

- brugervenlighed
- pædagogisk hensigtsmæssighed
- gennemsigtighed og detaljeringsgrad
- tidshorisonten og beregningsgrundlagets troværdighed

De sidste tre kriterier kan siges at mindske den grad af usikkerhed, som køber (og sælger) vil føle i forbindelsen med værdiansættelsen. Usikkerhed er en vigtig faktor for prissættelsen i forhandlingssituationen, og overses ofte eller næsten altid i Corporate Finance litteratur. Vi mener at RI-modellen i den forbindelse er DCF-modellen overlegen, hvad angår *pædagogisk hensigtsmæssighed* og *tidshorisonten & beregningsgrundlagets troværdighed*. Til gengæld tilbyder DCF-modellen en lidt højere *detaljeringsgrad*, og belyser bl.a. hvornår værdien af virksomheden kan udloddes til ejer (og långiver).

Hvis der skal foretages et valg mellem de 2 modeller, vil vi anbefale, at værdiansættelsen af den typiske generationsskiftevirksomhed foretages vha. en RI-model. Men den optimale værdiansættelse involverer begge typer værdiansættelsesmodeller, hvorigennem der *sikres et korrekt værdiestimat og størst mulig reduktion af usikkerhed hos køber og sælger*.

P/E-metoden leverer som vist et *markedsværdi/pris-estimat*, der er forbundet med ikke-uvæsentlige fejl, primært fordi 2 virksomheder sjældent/aldrig er tilstrækkeligt sammenlignelige. P/E-metodens estimat bør aldrig forelægges køber og sælger som et teoretisk korrekt værdiestimat, men kan i vores øjne supplere DCF- og RI-modellens værdiestimat som inspiration og hjælp til den endelige prisfastsættelse.

Substansmetodens estimat er ikke et markedsværdiestimat, da det kun er goodwill's værdi som fastlægges vha. en (markedsbestemt) prisansættelses-faktor, og idet goodwill fastlægges mere eller mindre vilkårligt som en udligningspost. Substansmetodens estimat er heller ikke et teoretisk korrekt værdiestimat - og på trods af at det er en ofte benyttet metode, er substansmetoden principielt ikke særlig brugbar til værdiansættelse. Hvis substansmetoden benyttes, må den i vores øjne under ingen omstændigheder stå alene - men bør suppleres af en DCF- eller RI-model.

Alle værdiansættelser bør endvidere bygge på en grundig strategisk analyse og en grundig budgettering, som skal suppleres af scenarieanalyser. Sidstnævnte er særlig vigtig i forhandlingsfasen, hvor den er med til at imødegå købers (og sælgers) usikkerhed, og kan både være til stor hjælp i forbindelse med at fastlægge en fornuftig pris for virksomheden – og ikke mindst sikre størst mulig chance for at handlen gennemføres. – Strategisk analyse og budgettering er som nævnt også uhyre vigtigt, men har ikke været denne opgaves hovedfokus.

Alle værdiansættelser (af den typiske generationsskiftevirksomhed) bør endvidere foregå med respekt for både systematisk og usystematisk risiko, hvilket taler for benyttelsen af  $RP_A$  – frem for

Beta ( $\beta$ ). Beta kan benyttes, men bør i så fald justeres ud fra virksomhedsmæglerens dømmekraft og virksomhedskonkrete forhold m.m. – En sådan justering sker dog i praksis aldrig.

Mht. renteskatteskjoldet så afhænger dets størrelse og eksistens af en række faktorer, som bør afdækkes før den endelige værdiansættelse, heriblandt køber og virksomhedens skattemæssige forhold. Købers/investors skatteforhold bør altid inddrages, om end det i praksis næsten altid udelades. En stand-alone værdiansættelse kan tage udgangspunkt i den nuværende ejers skattesatser, eller de skattesatser den sandsynlige køber (den ønskede type) formodes at have - og sidenhen korrigeres når køber er fundet. Når investorskatter inddrages, vil der som hovedregel ikke være noget stort renteskatteskjold i Danmark - og ofte kan det være tilforladeligt at antage skatteneutralitet, jf. formel 10 og 8. Hvis ikke der kan antages skatteneutralitet, så bør en Miller-faktor benyttes til at justere egenkapitalens afkastkrav, jf. formel 11 og 12, hvilket vil gøre skatteskjoldet betydeligt mindre værd, end den værdi der bl.a. lægges op til i udenlandsk litteratur, hvor M&M's oprindelige skatteskjold stadig dominerer. – M&M's skatteskjold bygger endvidere på antagelsen om at skatteskjoldets værdi er kendt og sikkert, men i praksis må skatteskjoldet næsten altid antages at være usikkert, og skal derfor diskonteres med samme risiko som den der påhviler indtjeningen/aktiverne. Disse overvejelser er inkorporeret i de formler, der er vist igennem projektet.

## 8.0 Konklusion

Vores projekt har været præget af, at vi har behandlet problemstillingerne udfra en bred synsvinkel, hvor vi har bestræbt os på at inddrage og vurdere synspunkter fra både revisor- og corporate finance litteratur. I forbindelse med en salgsmodning, har vi derfor, udover at fokusere på værdiskabelse og valuedrivers og forbedringer af disse, også valgt at inddrage reduktion af usikkerhed. Den gode salgsmodning af den typiske generationsskiftevirksomhed mener vi både involverer forbedringer af virksomhedens fundamentale økonomiske forhold, såvel som bedre styring, kontrol og dokumentation af alle relevante forhold – og kilder til usikkerhed.

Et yderligere eksempel på at beskue problemstillingen udfra denne brede synsvinkel, er vurderingen af de omtalte værdiansættelsesmodeller udfra deres egenskaber i forbindelse med at reducere den usikkerhed, som der naturligt (særligt fra købers side) vil være forbundet med en værdiansættelse. Der har hersket en vis konflikt i de akademiske kredse i forbindelse med vurderingen af værdiansættelsesmodellers berettigelse, særligt i forbindelse med terminalperiodens indflydelse på det middelrette estimat. Diskussionerne har taget udgangspunkt i, at DCF-modellen rummer en kilde til alvorlige fejlestimer, hvis implementeringen i forbindelse med terminalperiodens forudsætninger er vilkårlig - eller mindre end perfekt. I stedet for at lade grundlaget for diskussionen være en forudsætning om virksomhedsmæglers dårlige arbejde og fejlagtige vurderinger, så valgte vi primært at bedømme modellerne udfra deres egenskaber – herunder bl.a. i forbindelse med reduktion af usikkerhed. Overordnet nåede vi frem til, at RI-modellen er et meget stærkt alternativ til DCF-modellen. Først og fremmest fordi RI-modellens estimat bygger på en kortere budgetperiode, såfremt det antages at terminalperioden, fra f.eks. år 8 til uendelig, er værdineutral. Denne antagelse anser vi som fornuftig for den typiske generationsskiftevirksomhed, og det overskuelige beregningsgrundlag reducerer risikoen for fejl i forbindelse med værdiansættelse. Dernæst har RI-modellen visse styrker i forbindelse med at mindske den usikkerhed, som køber vil/kan føle til værdiestimatet. Usikkerhed er som vi har argumenteret for en mulig barriere for et endeligt salg, og er derudover en kritisk faktor i forbindelse med forhandlingen og prisfastsættelse af den endelige salgspris. I forbindelse med få flest mulige generationsskifter gennemført - og gennemført med et tilfredsstillende resultat, handler det derfor i høj grad om reduktion af usikkerhed. Størst mulig reduktion af usikkerhed fås ved aktive tiltag i en salgsmodningsfase, hvor styring, kontrol og dokumentation må være nøgleord – og ved at præsentere køber for scenarieanalyser og en værdiansættelse efter både en DCF- og RI-model, hvorved det sikres at de 2 modeller styrker og svagheder komplementere hinanden. Et markedsværdi/pris-estimat fra en P/E-metoden kan evt. inddrages i forbindelse med forhandlinger



om den endelige salgspris. Som fremhævet i vores projekt er det dog vigtigt at skelne og være bevidst om, at en P/E-metode ikke leverer et estimat af virksomhedens fundamentale værdi, da prisfastsættelsen indregnes eksplicit i P/E-metoden. – Og prisfastsættelsen bør i vores øjne ske på baggrund af et værdiestimat, og ikke den anden vej omkring.

Den strategiske analyse er vigtig både for salgsmodningen og for værdiansættelsen, og det grundlæggende formål er indsigt i virksomhedens fundamentale økonomiske forhold og de valuedrivers der skaber værdi og indtjening til ejerne – nu og i fremtiden. Dette er hvad købere er interesseret i, så det efterfølgende arbejde handler bl.a. om i salgsmodningsfasen at maksimere og muliggøre yderligere værdiskabelse, og i værdiansættelsesfasen at værdisætte den fremtidige indtjening som de økonomiske forhold og udviklingen i virksomhedens valuedrivers skaber. – Det ses også heraf, at der formentligt vil være synergieffekter forbundet med at lade virksomhedsmægler/revisor assistere, såvel med salgsmodning som med værdiansættelse, idet kendskabet til virksomhedens valuedrivers øges – og idet der formentligt vil være naturlig fokus på, hvordan tiltag i salgsmodningsfasen influerer på den endelige værdiansættelse.

Denne afhandling kan siges at have haft et meget ambitiøst udgangspunkt, nemlig at sikre flest mulige generationsskifter gennemført med succes. Vi har anskuet denne problemstilling udfra fagmandens indflydelse, dvs. udfra hvor virksomhedsmægler (eller revisor) igennem kvaliteten af vedkommendes arbejde kan gøre en forskel. Vi har afgrænset os fra visse delelementer, som utvivlsomt er relevante, men hvor det er svært eller umuligt at komme med en facitliste eller specifikke retningslinjer. Derudover har vi været inde og berøre visse delelementer, som ligeledes er vanskelige at behandle på det mere overordnede teoretiske plan, såsom f.eks. den strategiske analyse og budgetteringen – men som er essentielle for vores udvalgte fokusområder.

Igennem vores fokus på salgsmodning og værdiansættelse mener vi selv, at vi har fået opstillet en række retningslinjer, som hvis efterlevet vil øge sandsynligheden for et vellykket generationsskifte. Derudover har vi, som nævnt i metodeafsnittet, selv valgt at anskue projektet som en læringsproces, og set derudfra, har projektet i vores øjne været en stor succes. Projektet har givet os mulighed for at tilegne os viden indenfor et meget kompliceret afgrænset område, hvor der endnu ikke findes enighed omkring god praksis, de bedste modeller etc. – At bidrage konstruktivt til debatten om god praksis mht. værdiansættelse af små/mindre unoterede virksomheder har også været en ambition for denne afhandling.

Normalt afsluttes vores projekter af en perspektivering, hvor problemstillingen bredes ud og hvor interessante spørgsmål/problemstillinger, opstået på baggrund af det netop afsluttede projekt, formuleres til mulig besvarelse i næste projekt. Dette er selvsagt ikke så relevant i dette projekt - alligevel vil vi fremhæve usikkerhedsfaktoren som interessant. En dybere (empirisk) behandling af hvordan usikkerhed spiller ind på prisfastsættelsen, synes oplagt – fordi vi umiddelbart vurderer denne indflydelse til at være markant, men også fordi at emnet synes at være dårligt behandlet i økonomi- og Corporate Finance litteratur i al almindelighed.<sup>400</sup> En dybere forståelse af værdiansættelsesmodellerne og den tilhørende opfattede usikkerhed ville utvivlsomt også være interessant.

---

<sup>400</sup> Epstein (1999)

## Litteraturliste

### Fagbøger

**Arbnor, Ingeman – Bjerke, Björn**

”Methodology for Creating business Knowledge” 1997, 2. udgave, Sage Publications

**Brealey, Richard - Myers, Stewart C. - Allen, Franklin**

”Corporate Finance”, 2005, 8. udgave

**Copeland, Tom - Koller, Tim - Murrin, Jack**

”Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies”, 2000, 3. udgave, McKinsey & Company, Inc.

**Crowther, David**

”Creating Shareholder Value”, 2002, 1 udgave, Spiro Press

**Deloitte**

”Køb af virksomhed – virksomhedskøbers guide til succes”, Udgivelse, 2000

**DI-Aktuelt** (ved. Nøhr, Jette M. - Saaby, Lone - Nielsen, Lene)

”Kom godt i gang med generationsskifte”, 2003, Dansk Industri

**Elling, Jens O. - Christiansen, Merete**

”Strategisk regnskabsanalyse & virksomhedsvurdering”, 1996, 1. udgave, Forlaget FSR

**Elling, Jens O. - Hansen, Carsten K. - Sørensen, Ole**

”Strategisk regnskabsanalyse”, 1998, 1. udgave, Forlaget FSR

**Elling, Jens O. - Sørensen, Ole**

”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, 2003, 1. udgave, Forlaget Gjellerup

**Gomard, Bernhard m.fl.**

”Ejer – leder – ejerleder“, 2002, 1 udgave, Handelshøjskolen Forlag

**FRR**

”Let dit generationsskifte – få overblik og succes med dit generationsskifte”, Temahæfte 3, 2004, 1. udgave

**FSR** (ved. Plenborg, Thomas & Gruelund, Jacob)

”Fagligt notat om den statsautoriserede revisor arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandel”, 2002, Forlaget FSR

**FSR**

”Risk Management – risikostyring og intern kontrol set fra bestyrelsens bord”, Januar 2005, FSR

**Michelsen, Aage – Askholt, Steen – Bolander, Jane - Engsig, John**

”Lærebog om Indkomsskat”, 2003, 10. udgave, Jurist og Økonomforbundets Forlag

**Parum, Claus**

”Corporate Finance”, 2001, 1. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag

**Rappaport, Alfred**

”Creating Shareholder Value – a guide for managers and investors”, 1998, 2 udgave, The Free Press

**Schack, Bent**

”Regnskabsanalyse og Virksomhedsbedømmelse”, 2002, 3. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag

**Serup, Michael**

”Generationsskifte – omstrukturering”, 2004, 2. udgave, Thomson – GadJura

**Soffer, Leonard - Soffer, Robin J.**

”Financial Statement Analysis: A Valuation Approach”, 2002, Prentice Hall

**Stern, Joel M. - Chew, Donald H. (red)**

- “The Revolution in Corporate Finance”, 1998, Blackwell Publishers  
**Stickney, Clyde P. - Brown, Paul R - Whalen, James M.**,  
“Financial Reporting and Statement Analysis”, 2004, 5. udgave, Thomson  
**Svendsen, Susanne G. - Pløger, Lillian**  
”Generationsskifte I små og mellemstore virksomheder”, 2000, CESFO, Syddansk Universitet  
**Vestergaard Andersen, Per**,  
”Corporate Finance”, 2004, 1. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag  
**Wiwel, Teddy**  
”Den familieejede virksomhed”, 2004, 1 udgave, Forlaget Børsen  
**Young, David S. - O’Byrne, Stephen F.**  
”EVA and valuebased management: a practical guide to implementation”, 2000, McGraw Hill

### Artikler m.m.

#### **BDO**

”Generationsskifte – for virksomheder i vækst og personerne bag dem”, publikation, 2004

#### **Bernard, Victor L.**

”The Feltham-Ohlson Framework – Implications for Empiricists”, Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No. 2, Spring 1995

#### **Berlingske Tidende 04.08.04**

”Lettere at få lån til virksomhedskøb” Interview med Søren Nørbjerg

#### **Blomgren-Hansen, Niels**

”Succession og samfundsøkonomisk effektivitet”, Working Paper 5/99, Copenhagen Business School, 1999

#### **Booth, Laurence**

”Finding Value where None Exist: Pitfalls in using Adjusted Present Value”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 15 No. 1, Spring 2002

#### **Børsen d. 25.04.05**

”Dansk erhverstop gældfri næste år”

#### **CESFO (ved. Møller, Jens – Nielsen, Peter T. – Bjørn, Ole)**

”Generationsskifte: Revision, skat og finansiering”, Working Paper, 1999/2

#### **Christensen, Bent J.**

”Finansiering og Investeringsplanlægning for Små og Mellemstore Danske Virksomheder”, working paper, 2002/4, Aarhus Universitet

#### **Courteau, Lucie – Kao, Jennifer – Richardson, Gordon C.**

”The equivalence of Dividend, Cash Flow, and Residual Earnings Approaches to Equity Valuation Employing Ideal Terminal Value Expressions”, European Accounting Association Annual Congress 2000

#### **DeAngelo & Masulis**

”Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation“, Journal of Financial Economics 8, 1980

#### **Deloitte**

”Generationsskifte”, publikation, 2005

#### **Epstein, Larry G.**

”A definition of Uncertainty Aversion”, Review of Economic Studies, No. 66, 1999

#### **Francis, Jennifer – Olsson, Per – Oswald, Dennis R.**

“Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, Journal of Accounting Research, Vol. 38, Vol. 1, Spring 2000

**Friis, Henrik**

”Skatten er skurken”, Revisorbladet, Nr. 1, Februar 1998

**Graham, John R.**

”How big are the Tax Benefits of Debt?”, Journal of Finance, Vol. LV. No. 5, 2000

**Graham, John R.**

”Estimating the Tax Benefits of Debt?”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 1, 2001

**Hansen, Michael – Plenborg, Thomas**

”Valg af betarelation ved estimation af kapitalomkostninger”, Finans/Invest, 2, 2003

**Hansen, Michael – Lejre, Peter – Plenborg, Thomas**

”Implementering og anvendelse af kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller i praksis”, Finans/Invest, 3, 2003

**Harris, Robert S. – Pringle, John J.**

”Risk-adjusted Discount Rates – Extension from the Average Risk-case”, The Journal of Financial Research, Vol. VIII, No. 3, Fall 1985

**Holm, Morten – Petersen, Christian V. – Plenborg, Thomas**

”Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen – en undersøgelse af praksis”, Revision & Regnskabsvæsen, nr. 1, 2005

**Håndværksrådet**

Pressemeddelelse, ”Generationsskifteproblemer i små og mellemstore VVS-virksomheder”, d. 3/10-2002

Pressemeddelelse, ”Generationsskiftet kommer til alle”, d. 19/2-2002

**Jyllandsposten, 28.12.2004.**

”Mange virksomheder er umulige at sælge” Interview med bl.a. Michael Serup

**Kjærgaard, Erik**

”Hvorfor lette generationsskiftet?”, Revisorbladet, Nr. 1, Februar 1998

**KPMG**

”Generationsskifte”, publikation, 2003

**Kruschwitz, Lutz, – Löffler, Andreas**

”WACC, APV and FTE Revisited”, Working Paper, Version: August 1998, Freien Universität Berlin

**Lundholm, Russell – O’keefe, Terry (2001 A)**

”Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model”, Contemporary Accounting Research, Vol. 18, No. 2, Summer 2001

**Lundholm, Russell – O’keefe, Terry (2001 B)**

”On comparing Residual Income and discounted Cash Flow Models of Equity Valuation – A response to Penman 2001”, Contemporary Accounting Research, Vol. 18, No. 4, Winter 2001

**Miller, Merton H. – Modigliani, Franco**

”The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of investment” The American Economic Review, Vol. XLVIII, No. 3, Juni 1958

**Miller, Merton H. – Modigliani, Franco**

”Dividend Policy, Growth, and the valuation of Shares”, The Journal of Business, Vol. 34, No.4, Oktober 1961

**Miller, Merton H.**

”Debt and Taxes”, The Journal of Finance, Vol. XXXII, No. 2, Maj 1977

**Modigliani, Franco**

“Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation”, Journal of Finance, Vol. XXXVII, No. 2, Maj 1982

**Møller, Michael F. & Parum, Claus**

”Virksomhedens valg af kapitalstruktur”, Revifora – rådgivningsorientering, 1999

**Møller, Peder F.**

“Værdiansættelsesmodeller – styrker og svagheder”, Finans/Invest, Nr. 8, 1999

**Nørbjerg, Søren (1999 A)**

“Værdiansættelse af virksomheder (I)”, Revisorbladet (FRR), Nr. 4, 1999

**Nørbjerg, Søren (1999 B)**

“Værdiansættelse af virksomheder (II)”, Revisorbladet (FRR), Nr. 5, 1999

**Nørbjerg, Søren (1999 C)**

“Værdiansættelse af virksomheder (III)”, Revisorbladet (FRR), Nr. 6, 1999

**Nørbjerg, Søren**

”Overvejelser i forbindelse med salg af virksomhed”, Inspi, Vol. 34, Nr.7-8, 2004

**Ohlson, James A**

“Earnings, Book Values and Dividends”, Contemporary Accounting Research, Vol. 11 No. 2, Spring 1995

**Ohlson, James A – Feltham, Gerald A**

“Residual Earnings Valuation with Risk and Stochastic Interest Rates”, The Accounting Review, Vol. 74, No. 2, 1999

**Parum, Claus**

“Finansieringspolitikens betydning for kapitalomkostninger og værdiansættelse – Det typiske lærebogs svar er sjældent relevant”, Finans/Invest, Nr. 7, 2002

**Penman, Stephen H.**

“Return to Fundamentals”, Journal of Accounting, Auditing & Finance, 1992

**Penman, Stephen H.**

“Combining Earnings and Book Value In Equity Valuation”, Contemporary Accounting Research, Vol. 15, No. 3, Fall 1998

**Penman, Stephen H.**

On comparing Cash flow and Accrual Accounting models for use in Equity Valuation: A response to Lundholm and O’keefe”, Contemporary Accounting Research, Vol. 18. No. 4, Winter 2001

**Penman, Stephen H. – Sougiannis, Theodore**

”A Comparison of Dividend, Cash flow and Earnings Approaches to Equity Valuation”, Contemporary Accounting Research, Vol. 15, No. 3, Fall 1998

**Petersen, Christian V. – Plenborg, Thomas**

“Værdiansættelse – et overblik over modeller til værdiansættelse”, Revision & Regnskabsvæsen, nr. 9, 2003

**Petersen, Christian V. – Plenborg, Thomas**

”Kapitalomkostningsudtryk i en verden med selskabs- og investorskatter og risiko på gæld og egenkapital”, Finans/Invest, nr. 3, 2004

**Plenborg, Thomas (2000 A)**

“Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model”, Ledelsen & Erhvervsøkonomi 4/2000

**Plenborg, Thomas (2000 B)**

“Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel”, 2000, Børsen ledelseshåndbøger 2000, Børsens Forlag

**Plenborg, Thomas (2000 C)**

“Værdiansættelse i praksis – ud fra henholdsvis DDM, RI- og DCF-modellen”, Revision & Regnskabsvæsen, Nr. 4, 2000

**Plenborg, Thomas**

”Firm Valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches”,  
Scandinavian Journal of Management, 18, 2002

**PWC (2004 A)**

”Ajour-generationsskifte”, publikation, August 2004

**PWC (2004 B)**

”Generationsskifte – resultat af spørgeskemaundersøgelse”, August 2004

**PWC**

”Regnskabshåndbogen 2005”, 2005

**Richardson, Scott**

”Over-Investment of free cash flow”, Working paper 2005, University of Pennsylvania

**Shapiro, Alan – Titman, Sheridan**

”An integrated Approach to Corporate Risk Management”, artikel i “The revolution in Corporate Finance” (red. Stern).

**Schmidt, L. Christian**

”Dansk Skattemæssig Værdiansættelse”, Retsvidenskabelig Tidsskrift, 2005

**Skatteministeriet (1999)**

”Betænkning (nr. 1374) om generationsskifte i erhvervslivet”

**Stultz, René**

”Merton Miller and Modern Finance”, Keynote Address at Financial Management Association Meeting, Seattle 2000

**Østergaard, Hanne – Rasmussen, Birte**

”Generationsskifte – i levende live”, Revisorbladet, nr. 1, 1998

**Internet ressourcer og diverse**

<http://www.ds-net.dk/informationsafdelingen/presse/detmener.asp>, Marts 2005

[www.match-online.dk](http://www.match-online.dk), = [www.ticmarked.dk](http://www.ticmarked.dk)

[http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Business\\_Social\\_Responsibility\\_2004.ppt](http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Business_Social_Responsibility_2004.ppt), d. 12/4-2005

<http://www.ambberlin.um.dk/da/menu/Info+om+Tyskland/Økonomiske+forhold+i+Tyskland>, d. 8/4-2005

[http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14\\_24.pdf](http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14_24.pdf), d. 3-3/2005

<http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/generationsskifte.pdf>, d. 1/7-2005

<http://www.advizer.dk/pdf/advizing/advizing5.pdf>, d.1/7-2005

<http://www.marsh.dk/tempfiles/80.asp>, d. 6/6-2005

[http://www.globalbx.com/sg6\\_preparing-business-for-sale.asp](http://www.globalbx.com/sg6_preparing-business-for-sale.asp), d. 1/7-2005

<http://aaahq.org/AM2004/ohlson.htm>, d. 20/6-2005

<http://www0.gsb.columbia.edu/whoswho/bio.cfm?ID=55604>, d. 20/6-2005

<http://www.business.uiuc.edu/faculty/sougiann.html>, d. 20/6-2005

<http://www.aicpa.org/pubs/jofa/dec2004/sinkin.htm>, d. 1/7-2005

<http://www.angelscorner.com/articles/valuation.htm>, d. 28/6-2005

<http://faculty-staff.ou.edu/L/Lawrence.W.Licon-1/5043Lecture8.doc>, 10/9-05

<http://www.sam.sdu.dk/undervis/80727.E04/plancher/lektion12.pdf>, d. 28/5-2005

<http://www.wiwiss.fu-berlin.de/kruschwitz/Forschung/Dokumente/ubw.pdf>, d. 30/5-2005

<http://credit.wharton.upenn.edu/faculty/richardson/wp.html>, d. 30/5-2005

<http://www.erhverv.toldskat.dk/display.aspx?oID=82666&vID=81970&mode=2>, d. 23/6-2005

<http://www.erhverv.toldskat.dk/ToldSkat.aspx?oID=82338&chk=200790#pos>, d. 23/6-2005

Diverse tal fra Danmarks Statistik

Revisionsvejledning nr. 16



## Bilag A: Succession

I dette bilag vil vi se lidt nærmere på de forskellige kategorier, med henblik på at beskrive, hvilke muligheder og betingelser der fra politisk sider er givet de tre grupper, i forbindelse med generationsskifteoverdragelser.

Overdragelse af virksomheden til den nære familie, dvs. typisk til et eller flere af børnene, børnebørn el.lign., er det som mange opfatter som indbegrebet af et generationsskifte. Der har da også siden 1989 eksisteret særregler på området, som har været rettet mod at gøre det nemmere for virksomhedsejeren i levende live at lade et barn (eller anden nær slægtning) overtage virksomheden helt eller delvist uden vederlag. I 2002 blev adgangen til disse særregler udvidet, således at de nu også under visse betingelser gælder ved salg til ledende medarbejdere<sup>401</sup>. Reglerne muliggør, at erhverver og overdrager indbyrdes kan aftale, hvorvidt erhverver skal succedere i den skat som overdrager ellers ville skulle realisationsbeskattes af, som følge af værdistigninger på aktiver, aktier (kapitalgevinster) og genvundne afskrivninger.

Erhverver indtræder således i overdragerens sted mht. anskaffelsestidspunkt, anskaffelsessum og hensigt og vil derfor have et mindre afskrivningsgrundlag, hvilket vil være en løbende likviditetsmæssig ulempe. Endvidere vil erhverver eventuelt skulle betale skat den dag han afhænder aktiverne, afhængig af om gevinsten realiseres eller ej. - Til gengæld vil en procentdel (typisk mellem 20-30 %) af den latente skattebyrde som erhverver overtager, afgiftsfrit kunne fratrækkes købssummen og placeres som en såkaldt passivpost, hvilket naturligvis letter erhververs umiddelbare finansieringsbyrde. Overdrageren slipper helt for at skulle betale skat af kapitalgevinsterne og umiddelbart kan det derfor lyde som en rigtig god forretning for overdrager og en knap så god forretning for erhverver<sup>402</sup>.

Det afhænger dog helt af den konkrete sag, og mange forskellige faktorer, såsom hvilken type aktiver der succederes i, hvilken skattesatser overdrager og erhverver må forventes at have på deres respektive realisationstidspunkter, og hvor langt ude i fremtiden ligger erhververs forventede realisation af aktiverne. Endvidere kan (og vil) handelsprisen ved forhandling tilpasses yderligere, således, at fordelene kan flyttes helt eller deles ligeligt mellem overdrager til erhverver. Normalt vil køber som minimum forlange et nedslag i prisen, der kompenserer ham fuldt ud for den beregnede nutidsværdi af den overtagede skattebyrde.<sup>403</sup> En sådan yderligere tilpasning, udover passivpostens størrelse, vil dog højst sandsynligt blive klassificeret som en skatteretlig gave af

---

<sup>401</sup> Michelsen m.fl. (2003), s. 581

<sup>402</sup> Serup (2004), afsnit. 3.4.1 + s. 360ff.

<sup>403</sup> Serup (2004), afsnit. 3.4.1 + s. 360ff. + [http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14\\_24.pdf](http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14_24.pdf), d. 3/3-2005

ligningsmyndigheder, hvorfor der måske skal betales gaveafgift<sup>404</sup> hvis der er tale om en overdragelse til en slægtning, eller indkomstbeskatning, hvis overdragelsen er til en ledende medarbejder.

Generationsskifte-komiteen havde naturligt nok også delte meninger ang. succession-spørgsmålet. Et synspunkt er, at i det perfekte marked (som antages at være tæt på det virkelige) vil enhver fordel tilfalde sælger, idet det antages at købers efter-skat afkastkrav er det samme uanset om der succederes eller ej. Hvis køber således skulle kunne høste kontant fordel af at succedere - vil han være villig til at betale sælger tilsvarende for denne fordel. Et modsynspunkt er naturligvis, at det nuværende marked langt fra er perfekt, og typisk er der eksempelvis kun 1 eller 2 personer der efter nuværende lovgivning har mulighed for at succedere. I et sådant købers marked, vil det være langt mere sandsynligt at fordelene tilfalder køber. Endvidere muliggør successionsmuligheden at der foretages et generationsskifte i tilfælde, hvor det ellers ikke ville være muligt, f.eks. fordi at sælger simpelthen ikke har råd til at betale skatten (hvilket typisk vil være tilfældet ved illikvide generationsskifter, hvor f.eks. virksomhedens overdrages som gave til barnet, eller mod betaling i aktier etc.) - eller fordi køber ellers ikke ville kunne fremskaffe den fornødne finansiering.<sup>405</sup>

Udover disse finansieringsmæssige og likviditetsmæssige synspunkter, så mener vi i gruppen, at succession også bør ses i forhold til at mindske købers risiko. Den latente skat på aktiver og aktier kommer jo kun til udbetaling såfremt værdistigningen realiseres af erhverver. Til gengæld modtager køber i år 0 en gave af overdrageren som (normalt fuldt ud) modsvarer den beregnede skattebyrde som køber påtaget sig – og som mindsker købers behov for finansiering<sup>406</sup>. Risikoen for at aktiverne senere taber i værdi, vil derfor delvist falde på skattemyndighederne.

De nuværende muligheder for succession som er blevet udvidet til også at omfatte ledende medarbejdere må anses som fornuftige, idet det ikke er givet, at den bedste fremtidige leder for virksomheden findes indenfor den nære familie. En ledende medarbejder vil uden tvivl ofte have større indsigt og erfaring med arbejdet, ligesom det i øvrigt langt fra er sikkert, at eventuelle børn ønsker at overtage familievirksomheden. Alligevel er overdragelser til den nære familie favoriseret ved, at gaver udover den lovfastsatte passivpost vil blive beskattet væsentligt hårdere ved succession til den ledende medarbejder(-e) end ved familieovertagelse. Sælger vil ved køb til fremmed 3. mand således naturligt skulle afstå en større del af hans skattebesparelse, hvis fordelene

---

<sup>404</sup> 15 % hvis gaven er til børn

<sup>405</sup> Skatteministeriet (1999), kap. 3.1

<sup>406</sup> [http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14\\_24.pdf](http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/14_24.pdf), d. 3/3-2005

skal fordeles ligeligt mellem køber og sælger. At udvide muligheden for succession til også at gælde, når 3. mand overtager en generationsskiftemoden virksomhed, synes umiddelbart at være samfundsmæssigt rigtigt, idet der så ikke ville blive diskrimineret mellem de mulige købere. Sandsynligheden for at virksomheden blev overtaget af den køber, der kunne forvalte virksomhedens ressourcer bedst muligt og som derfor ville være villig til at betale den bedste pris – ville være større ved en generel afgang til succession. Til gengæld ville fordelene ved succession sikkert i højere grad have hos sælger, og staten vil miste skatteprovenu<sup>407</sup>.

Overdragelsessummen vil ved salg til 3. mand ofte være højere. Hvis køber f.eks. er en konkurrerende virksomhed vil der f.eks. typisk være synergieffekter forbundet med overtagelsen. Værdien af disse synergieffekter vil så ved forhandling i et eller andet omfang blive fordelt mellem køber og sælger. Sælger vil derfor typisk være interesseret i at finde og sælge til den køber, som kan høste størst mulig synergieffekt ved overtagelsen. Dette er en af flere årsager til, at størstedelen af de kommende generationsskifter forventes at blive handler mellem virksomhedsejer og 3. mand, se også afsnit 3.4.<sup>408</sup>

Hvad enten der er tale om salg til 3. mand, slægtning eller ledende medarbejder, så bør en omhyggeligt udarbejdet stand-alone værdiansættelse dog være det naturlige udgangspunkt<sup>409</sup>. Ligeledes vil skattemyndighederne arbejde ud fra at handelsprisen, hvad enten overdragelsen er til interesseforbundne parter eller ej, bør være en objektiv markedspris i *handel og vandel*, dvs. den pris 3. mand ville betale. En eventuel gaves værdimæssige størrelse vil derfor blive værdiansat ud fra en sådan objektiv markedspris, som angivet ved forskellige cirkulærer<sup>410</sup>. Skattemyndighederne kan dog normalt ikke gribe ind og korrigere handelsprisen, såfremt der er tale om en handel mellem 2 uafhængige parter.<sup>411</sup>

---

<sup>407</sup> Blomgren-Hansen (1999) + Skatteministeriet (1999), kap. 3.1

<sup>408</sup> Deloitte (2005)

<sup>409</sup> En stand-alone værdiansættelse, definere vi som den teoretiske beregnede værdi for virksomheden ud fra den nuværende ejers forudsætninger, kapitalstruktur m.m.

<sup>410</sup> Schmidt (2005) + Østergaard & Andersen (1998)

<sup>411</sup> <http://www.brl.dk/generationsskifte/pdf/generationsskifte.pdf>, d. 1/7-2005

## **Bilag B: Forudsætningsregneark**

Se Vestergaard Andersen (2004), tabel 26