

## 23. Verdivurdering av immaterielle eiendeler i virksomhetssammenslutninger

### 23.1 Innledning

Immaterielle eiendeler som anskaffes som del av en virksomhetssammenslutning, skal i samsvar med IFRS 3.18 førstegangsinnregnes til virkelig verdi. Måling av den virkelige verdien skal gjøres i samsvar med IFRS 13. Både IFRS 3 og IFRS 13 er omhandlet i egne artikler i denne boken. Denne artikkelen bygger på disse to artiklene og utdyper videre hvordan virkelig verdi kan fastsettes for immaterielle eiendeler som anskaffes i en virksomhetssammenslutning. Artikkelen vil gjengi noen viktige prinsipper i IFRS 3 og IFRS 13, men artikkelen bør leses i sammenheng med de to andre artiklene for en dypere forståelse for de løsninger som beskrives i artikkelen.

Artikkelen har som formål å beskrive prosessen for gjennomføring av oppkjøpsanalysen som må gjennomføres ved virksomhetssammenslutninger, verdsettelsesmetoder som kan være relevante å bruke ved måling av virkelig verdi av immaterielle eiendeler, samt gi innspill til praktisk bruk av metodene. Det siste kapitlet i artikkelen består av et lengre eksempel på praktisk verdsettelse.

### 23.2 Viktige prinsipper i IFRS 3

IFRS 3 gjelder for overtakelse av virksomheter. Immaterielle eiendeler som anskaffes separat, og ikke som del av en virksomhetssammenslutning, skal regnskapsføres i samsvar med andre standarder (for eksempel IAS 38) og er ikke dekket av denne artikkelen.

En virksomhet defineres i IFRS 3.B7 og kan oppsummeres som «... innsatsfaktorer og prosesser anvendt på disse innsatsfaktorene som har evne til å skape resultater ...». Når en transaksjon mellom uavhengige parter anses som en virksomhetssammenslutning, skal overtakelsesmetoden i IFRS 3 anvendes.

Overtakelsesmetoden inneholder fire steg (IFRS 3.5):

1. Identifikasjon av det overtakende selskapet, det vil si den parten som oppnår kontroll
2. Fastsettelse av overtakelsestidspunktet som er tidspunktet det overtakende selskapet oppnår kontroll
3. Innregning og måling av de identifiserbare anskaffede eiendelene, de overtatte forpliktelsene og eventuelle ikke-kontrollerende eierinteresser i det overtatte selskapet
4. Innregning og måling av goodwill eller en gevinst fra et kjøp på gunstige vilkår (negativ goodwill)

Hovedfokus i denne artikkelen er den del av steg 3 som vedrører identifikasjon og måling av immaterielle eiendeler. Nedenfor redegjør vi kort for definisjon av virkelig verdi, verdsettelsespremisset «highest and best use» og bruk av verdsettelsesinput i forhold til de tre nivåene i verdsettelseshierarkiet.

### 23.2.1 Definisjon av virkelig verdi

Virkelig verdi er definert som prisen som ville ha vært mottatt for å selge en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet («orderly») transaksjon mellom markedsaktører på måletidspunktet. Videre spesifiserer standarden at det skal være en utgangsverdi («exit price») og ikke en inngangsverdi («entry price») som skal ligge til grunn. Dette betyr med andre ord at det er verdien som forventes oppnådd ved et salg av eiendelen som skal legges til grunn, og ikke kostnaden ved å anskaffe en tilsvarende eiendel. I alle fall i teorien vil dette kunne lede til at eiendeler innregnes med et lavere beløp enn man har vært villig til å betale; differansen må være goodwill. I praksis gir grensedragningen mellom salgsverdi og kjøpsverdi mindre mening for immaterielle eiendeler som verdsettes ved hjelp av kontantstrømbaserte metoder og under forutsetning av at de genererer kontantstrømmer i samspill med andre eiendeler, og transaksjoner der immaterielle eiendeler omsettes separat forekommer forholdsvis sjelden.

### 23.2.2 Anvendelse for ikke-finansielle eiendeler og beste mulige bruk

I henhold til standarden må en virkelig-verdi-måling av en ikke-finansiell eiendel reflektere den beste mulige bruken («highest and best use») av en eiendel. Dette innebærer at synergieffektene til en representativ markedsaktør skal hensyntas, men ikke synergier som er unike for kjøper. For en spesifikk eiendel, kan man tenke

seg at verdien for en representativ markedsaktør er høyere enn for kjøper. Dersom kjøperen av virksomheten ikke vil benytte eiendelen i videre drift, for eksempel et merkenavn, vil dette ikke påvirke verdien av merkenavnet. Standarden sier også at dersom eiendelen har en høyere verdi i kombinasjon med andre eiendeler enn som en enkeltstående eiendel, skal virkelig verdi estimeres i kombinasjon med flere eiendeler. I praksis vil ofte effekten av synergier mellom eiendeler i alle fall delvis henfalle til goodwill eller til den eller de eiendelene som verdsettes ved hjelp av en residualinntektsmetode. Hva som er beste mulige bruk etablerer det som standarden kaller for verdsettelsespremiss.

### 23.2.3 Verdsettelsespremiss («highest and best use») vs. vurderingsenhet

I en oppkjøpsanalyse etter IFRS 3 skal virkelig verdi på anskaffede eiendeler og overtatte forpliktelser vurderes separat («stand-alone basis»). Dette betyr at vurderingsenheten i henhold til IFRS 3 er enkeltstående eiendeler og forpliktelser. IFRS 13 spesifiserer at det er vurderingsenheten fra den aktuelle standarden som er gjeldende, og at virkelig-verdi-målingen skal være konsistent med vurderingsenheten. Dette kan være litt forvirrende, da IFRS 13 på den ene siden sier at verdsettelsespremisset skal legges til grunn (dersom verdien på en enkeltstående eiendel er høyest i kombinasjon med andre eiendeler, skal verdien beregnes i kombinasjon med andre eiendeler), og på den andre siden sier at vurderingsenheten i den aktuelle standarden er førende (i vårt tilfelle enkeltstående eiendeler og forpliktelser). Det som er viktig å huske på i denne sammenhengen er at vurderingsenheten er et regnskapskonsept, og verdsettelsespremisset er et verdivurderingskonsept. Det betyr at for regnskapsformål skal verdier i forbindelse med en virksomhetssammenslutning presenteres som enkeltstående verdier, altså en verdi per eiendel, da vurderingsenheten i IFRS 3 er enkeltstående eiendeler og forpliktelser. Måten man kommer frem til disse verdiene på, må bestemmes av verdsettelsespremisset, og dette kan være basert på et mer aggregert nivå. Dette innebærer at enkeltstående eiendeler kan verdsettes høyere enn hva de kan selges for isolert sett, men i slike situasjoner vil det ikke være en rasjonell økonomisk beslutning å selge eiendeler enkeltvis.

### 23.2.4 Verdsettelsesinput

Når virkelig verdi måles, skal bruken av observerbare inputfaktorer for verdsettelsen maksimeres og ikke-observerbar input minimeres. IFRS 13 inneholder et treleddet verdsettelseshierarki hvor verdsettelser klassifiseres ut fra hvilken type input som er benyttet i verdsettelsen, jf. beskrivelse i tabell 23.1.

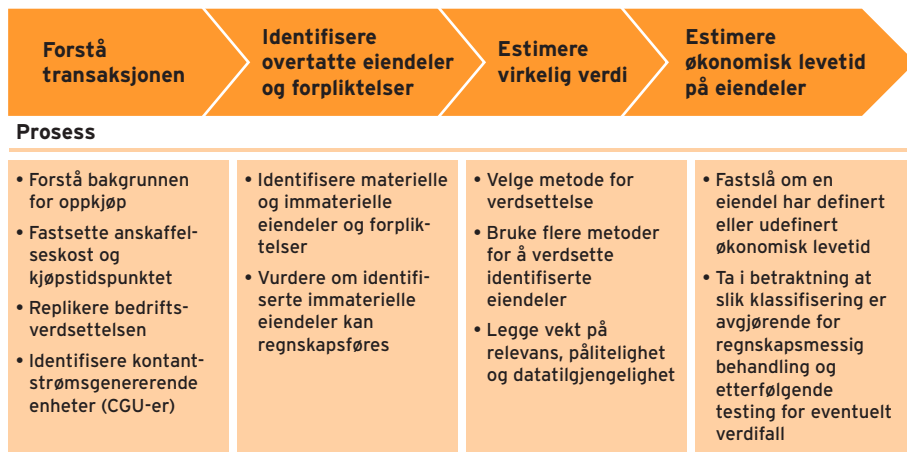
**Tabell 23.1** Virkelig-verdi-hierarkiet.

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3
<b>Definisjon</b>	Noterte priser (ikke justerte) i aktive markeder for identiske eiendeler eller forpliktelser som selskapet har tilgang til på måletidspunktet.	Andre inndata enn noterte priser som omfattes av nivå 1 og er observerbare for eiendelen eller forpliktelsen, enten direkte eller indirekte.	Ikke-observerbare inndata for eiendelen eller forpliktelsen.
<b>Eksempel</b>	Noterte priser for en aksje handlet på Oslo Børs.	Renter og rentekurver observerbare for regelmessig handlede løpetider, implisitte volatiliteter og kredittspreader.	Estimerte kontantstrømmer brukt til å verdsette et forretningssegment eller tilknyttet selskap som ikke er børsnotert.

Virkelig-verdi-hierarkiet fokuserer på å prioritere inputfaktorene som er benyttet i verdsettelsen, ikke hvilke verdsettelsesmetoder (markeds-, inntekts- eller kostnadstilnærming) som er benyttet. Tilgangen på verdsettelsesinput vil kunne påvirke hvilke verdsettelsesmetoder som blir benyttet til å måle virkelig verdi. Kravet i IFRS 13.61 om å maksimere bruken av observerbar input kombinert med at IFRS 13.63 legger til grunn at bruk av én verdsettelsesmetode primært er akseptabelt når observerbare priser er tilgjengelig, innebærer at man ikke kan basere seg utelukkende på diskonterte kontantstrømmer hvor det finnes tilstrekkelig informasjon til å benytte markedsbaserte verdsettelsesmetoder. Valg av verdsettelsesmetode for gjennomføring av verdsettelsen vil være skjønnbasert og avhenge av karakteristika ved eiendelen eller forpliktelsen og markedet som markedsaktørene ville gjort transaksjoner i.

### 23.3 Prosess ved allokering av anskaffelseskost

Det er nok en god idé, særlig for børsnoterte virksomheter, å starte innsamlingen av informasjon til oppkjøpsanalysen allerede under en due diligence prosess. En oppkjøpsanalyse basert på kravene i IFRS 3 er en omfattende prosess hvor det er viktig å følge en strukturert metodikk. Figur 23.1 skisserer et forslag til mulig struktur i en verdiallokeringsprosess.



**Figur 23.1** Mulig struktur i en verdiallokeringsprosess.

Nedenfor går vi gjennom de tre første stegene i figur 23.1.

### 23.3.1 Forstå transaksjonen

#### *Forstå bakgrunnen for oppkjøpet*

I den innledende fasen er det viktig å sette seg inn i transaksjonen, herunder fastsette tidspunktet for kontrolløvertakelse (anskaffelsestidspunkt) og den kjøpesummen som analysen skal baseres på. Kunnskap om kjøpers strategiske begrunnelse for transaksjonen vil være av betydning for å vurdere hvilke eiendeler som er de mest betydningsfulle, noe som i neste omgang kan være avgjørende for å bestemme i hvilken rekkefølge og med hvilken metode eiendelene skal verdsettes. Ofte vil rekkefølge og metode ha en viss betydning fordi resultatet ved verdsettelse av en eiendel typisk brukes som input ved verddivurdering av en annen eiendel. Det strategiske rasjonale vil også være et viktig bakteppe når man skal gjøre en rimelighetstest.

#### *Fastsette anskaffelseskost og overtakelsestidspunktet*

Selv om overtatte eiendeler og forpliktelser skal innregnes til virkelig verdi, snakker vi om en allokering av kjøpsprisen av en grunn. Startpunktet er således å beregne virkelig verdi av vederlaget, noe som i seg selv ikke behøver være ukomplisert. Måling av mottatte eiendeler og forpliktelser, ikke-kontrollerende eierinteresser og goodwill skjer ved kontrolløvertakelse. Tidspunktet for kontrolløvertakelse vil ofte avvike fra avtaletidspunktet. Ettersom immaterielle eiendeler ofte representerer en form for meravkastning eller superprofitt, kan verdiene svinge forholdsvis mye selv over korte tidsperioder.

### *Replikere bedriftsverdsettelsen*

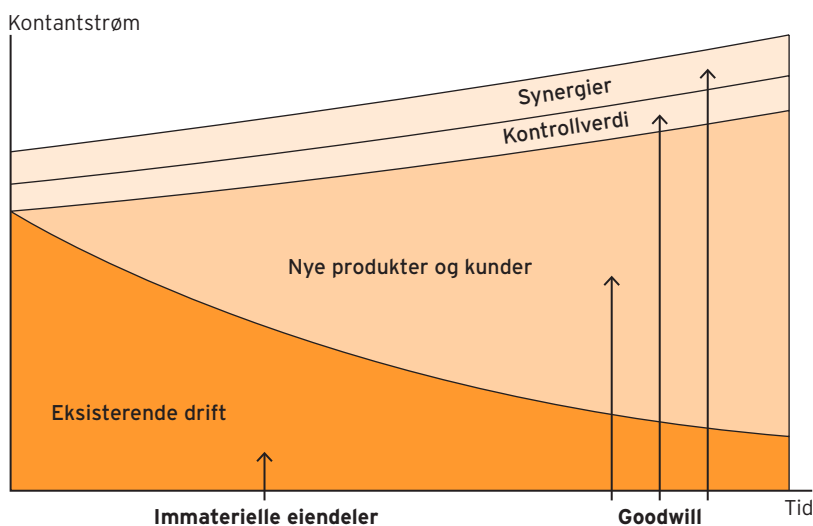
For å etablere et grunnlag for verdiallokeringen, må vi replikere verdsettelsen som kjøper la til grunn for fastsettelse av kjøpesummen. Den oppkjøpte virksomheten kan ha flere kontantstrømgenererende enheter (KGE-er). I så fall må vi ha flere verdsettelse, men for øvrig skal vi ikke gå nærmere inn på dette. Den replikerte verdsettelsen er altså ikke en verdsettelse der vi skal komme frem til et beste estimat for verdien, men en verdsettelse der vi justerer kontantstrømestimatene til vi treffer kjøpesummen. Som oftest vil jo kjøper mene at virksomheten er verdt mer. På generell basis vil det ikke finnes en unik løsning, dvs. den opprinnelige verdsettelsen kan justeres på flere måter for å treffe transaksjonsprisen/vederlaget. Man kan eksempelvis justere omsetningsvekst eller bruttomargin og komme til samme resultat, men konsekvensene kan være ulike når man skal verdsette de ulike eiendelene. Merk at det kan lede til feil resultat å justere avkastningskravet slik at dette blir en internrente. Den justerte verdsettelsen benyttes videre som grunnlag for virkelig-verdi-måling av anskaffede eiendeler og overtatte forpliktelser, og sikrer således konsistens ved reallokeringen til disse. Dersom det ikke foreligger noen verdsettelse som grunnlag for oppkjøpet, vil man måtte bygge opp denne fra bunnen.

Ovennevnte forutsetter at verdien på det som kjøper gir fra seg, er lik verdien på det kjøper mottar. Dette er et fornuftig utgangspunkt, men i noen tilfeller er det ikke slik. Det kan for eksempel være situasjoner hvor vederlaget er bestemt lenge før tidspunktet for kontrollovergang, og hvor markedsutsiktene har endret seg betydelig fra tidspunktet for avtaleinngåelse til kontrollovergang. Hvis dette er tilfellet, må det utarbeides en bedriftsverdsettelse som gir en virkelig verdi på tidspunktet for kontrollovergang, da kontantstrømmene som er implisitt i denne verdsettelsen skal brukes som utgangspunkt for å estimere verdi på mottatte eiendeler og forpliktelser på kontrolltidspunktet. I de fleste tilfeller vil likevel eventuelle verdiendringer absorberes av den generelle usikkerheten som ligger i verdsettelse og eventuelt av differansen mellom det kjøpers maksimale betalingsvilje og det faktiske vederlaget. I dette ligger at en verdiøkning i første omgang resulterer i mindre goodwill mens et verdifall absorberes kjøpers sikkerhetsmargin, men man kan også tenke seg muligheten av at det oppstår badwill eller et umiddelbart nedskrivningsbehov. Dette er en problemstilling vi ikke drøfter videre.

I teorien skulle det ikke være nødvendig for kjøper å inkludere effekten av egne unike synergier i et oppkjøpstilbud. I den grad man har indikasjoner på det motsette, kunne man tenke seg at verdsettelsen som legges til grunn for oppkjøpsanalysen, kom lavere ut enn kjøpesummen ettersom kontantstrømanalysen skal baseres på forutsetningene til en representativ markedsaktør. Ofte er utgangspunktet at

kjøpesummen er en observerbar markedstransaksjon som har høy grad av pålitelighet/verifiserbarhet. En påstand /antakelse om at kjøper betalte unødvendig mye / har gitt fra seg unike synergier, bør nok være godt begrunnet, men kan ikke utelukkes. I praksis ser man nok uansett at transaksjoner med store synergier uansett leder til mye goodwill.

Avkastningskravet som skal benyttes ved verdsettelsen (WACC – som betyr et nominelt avkastningskrav etter skatt) estimeres på vanlig måte. Det er her viktig å fastsette et relevant avkastningskrav, da dette vil være et utgangspunkt ved senere nedskrivningsvurderinger av allokerte merverdier. Det fremgår av IAS 36 at det ved nedskrivningsvurderinger skal benyttes et markedsbasert avkastningskrav, og selv om IAS 36 strengt tatt krever et før skatt krav, må man kunne knytte endringer i avkastningskravet til markedsbevegelser fra oppkjøpstidspunktet til nedskrivningstesttidspunktet. Spesifikt innebærer dette at selv om kjøper i kjøpsvurderingen benytter seg av «hurdle-rate» for å sikre at transaksjonen inneholder en sikkerhetsmargin, må avkastningskravet brukt i oppkjøpsallokeringen reflektere beste estimat. Den praktiske konsekvensen av å bruke et (for) høyt avkastningskrav, vil være at kontantstrømmene må budsjetteres tilsvarende (for) høye for å treffe transaksjonsprisen. Dersom man i neste omgang ikke oppnår disse kontantstrømmene, vil man potensielt feilaktig registrere dette som en nedskrivningsindikator.



Figur 23.2 Illustrasjon av allokering til immaterielle eiendeler og goodwill.

### 23.3.2 Identifikasjon av overtatte eiendeler og forpliktelser

#### *Identifikasjon av materielle og immaterielle eiendeler og forpliktelser*

Neste steg er å identifisere materielle og immaterielle eiendeler og forpliktelser. Temaet for denne artikkelen er verdsettelse av immaterielle eiendeler og vi begrenser vår omtale til slike eiendeler.

Som en del av den analysen som gjennomføres forut for den konkrete verdsettelsen av immaterielle eiendeler, er det sentralt å identifisere de immaterielle eiendelene man antar eksisterer i den oppkjøpte virksomheten. I tabell 23.2 har vi vist eksempler på immaterielle eiendeler fordelt på fem hovedkategorier.

**Tabell 23.2** Eksempler på eiendeler som normalt vil være immaterielle eiendeler i en virksomhets-sammenslutning. Listen tar utgangspunkt i IFRS 3.IE16-IE44. Listen er ikke uttømmende.

Kategori	Eksempler
Markedsbaserte	Varemerke, internettsadresse, logo
Kundebaserte	Kundelister (hvis utskillbare), ordrereserve, kunderelasjoner (hvis utskillbare)
Håndverks- og kunstbaserte	Fotografier, musikalske verk, video
Kontraktbaserte	Lisensavtaler og konsesjoner (for eksempel innen telekom, olje og oppdrett), leieavtaler, franchiseavtaler, kringkastingsrettigheter
Teknologibaserte	Patenter, software, databaser, blockchain, algoritmer

*Vurdere om identifiserte immaterielle eiendeler kan regnskapsføres*  
Immaterielle eiendeler skal identifiseres og balanseføres atskilt fra goodwill dersom eiendelen oppfyller definisjonen i IAS 38 for en immateriell eiendel (se egen artikkel). IAS 38.35–37 angir de kravene som skal være oppfylt for at en immateriell eiendel eller gruppe av slike skal kunne verdsettes og føres opp i balansen i en virksomhetssammenslutning.

IAS 38.35 har en presumpsjon om at det eksisterer nok informasjon for å verdsette en immateriell eiendel dersom den enten er separerbar eller har oppstått som følge av en kontrakt eller rettighet. Dette innebærer at såfremt en immateriell eiendel er identifisert, må det foretas en skjønnsmessig vurdering av verdien. Hvilken verdsettelsesmetode som antas å gi det beste estimat på virkelig verdi, må vurderes i hvert enkelt tilfelle.

#### *En dominerende eiendel*

I noen tilfeller, eksempelvis konsesjon i lakseoppdrett eller fallrettighet i vannkraft, vil én immateriell eiendel være helt dominerende. Hvis man videre antar at verdien av denne dominerende eiendelen bare kan fastsettes innenfor et visst



pålitelighetsintervall, kan det gi liten mening å forsøke å indentifisere og verdsette andre immaterielle eiendeler. Noe ganger kan dette begrunnes med manglende vesentlighet, men ofte vil det være en bedre begrunnelse at kombinasjonen av synergier mellom eiendelene og usikkerhet knyttet til allokeringen av kontantstrømmer mellom eiendelene gjør at eiendeler som uansett har en beskjeden verdi, ikke kan verdsettes pålitelig. Ofte ser man oppkjøpsanalyser i slike næringer der all merverdi allokeres til denne dominerende eiendelen; konsesjoner lakseoppdrett, vannfall kraftverk.

### 23.3.3 Estimere virkelig verdi på immaterielle eiendeler

IFRS 13.62 skisserer tre verdsettelsesmetoder for verdsettelse av så vel materielle som immaterielle eiendeler, inntektsbaserte, markedsbaserte og kostbasert metoder.

#### *Markedsbaserte verdsettelsesmetoder*

I markedsbaserte verdsettelsesmetoder utledes en markedsverdi basert på analyser av sammenlignbare immaterielle eiendeler som nylig har blitt solgt eller lisensiert. I henhold til IFRS 13 skal verdsettelsesmetode velges ut fra hva som er optimalt gitt omstendighetene og hvor det finnes relevant informasjon. Videre presiseres det at relevante observerbare forutsetninger skal brukes i størst mulig grad og at dette påvirker valget av verdsettelsesmetode. Når pålitelig transaksjonsrelatert informasjon er tilgjengelig, anses således markedsbaserte verdsettelsesmetoder å være en relevant og pålitelig metode for verdsettelse.

Ved verdsettelse av enkelte typer av offentlige konsesjoner og lisenser, som senderettigheter for radio og fjernsyn, utslippstillatelser og produksjonskvoter, benyttes ofte markedsbaserte verdsettelsesmetoder. Det samme gjelder for ulike typer av franchisekonsepter og varemerker.

Det er en rekke utfordringer ved bruk av markedsbaserte metoder:

- Har sammenlignbar eiendel vært utvekslet på armlengdes avstand?
- Er informasjon om transaksjonen(e) tilgjengelig og kommer informasjonen fra en kvalitetssikret kilde?
- Ligger tidspunktet for gjennomføringen av den sammenlignbare transaksjonen tilstrekkelig nært i tid?
- Er eiendelene tilstrekkelig sammenlignbare?

Av ovennevnte fremgår at omkringliggende forhold knyttet til transaksjonen må analyseres nøye før man kan benytte sammenlignbare transaksjoner/markedsverdier som grunnlag for verdsettelsen. Det henvises i denne sammenheng til

IAS 38.78, hvor det fremkommer at en kun unntaksvis kan benytte observerbare markedsverdier ved verdsettelse av immaterielle eiendeler.

Den vanligste markedsbaserte verdsettelsesmetoden er bruk av transaksjonsmultipler. Metoden estimerer verdien av den immaterielle eiendelen ved å etablere et forhold mellom verdi og en underliggende verdidriver som kan være en regnskapsstørrelse eller f.eks. et kapasitetsmål. Utgangspunktet vil være en observert transaksjon, det vil si der en tilsvarende eiendel er omsatt på armlengdes avstand.

Praktisk har anvendelsen av multipelbasert verdsettelsesmetoder fire faser:

1. Identifisere sammenlignbare transaksjoner
2. Samle inn markeds- og transaksjonsinformasjon
3. Velge relevante multipler som skal benyttes ved verdsettelsen
4. Beregne verdi ved bruk av valgt multipel, herunder om mulig justere for forhold som påvirker sammenlignbarheten

Ovennevnte verdsettelsesmetoder antas kun i begrenset grad å kunne anvendes i praksis, men det er viktig å utforske muligheten. Selv om en transaksjon mangler noe i sammenlignbarhet, kan den likevel tjene som en av flere metoder.

### *Inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder*

Ved inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder fastsettes verdien av den immaterielle eiendelen, eller grupper av slike, som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer generert av den immaterielle eiendelen over dennes økonomiske levetid.

Basert på de oppkjøpsanalysene vi har arbeidet med, synes inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder å være det som oftest benyttes. Metodene fordrer imidlertid at det eksisterer estimat for fremtidige kontantstrømmer, herunder at det er mulig å splitte disse i underliggende kontantstrømmer relatert til spesifikke immaterielle eiendeler eller grupper av slike. Det vises i denne sammenhengen til kommentarer knyttet til behovet for å replikere bedriftsverdsettelsen for å få denne til å henge sammen med anskaffelseskost.

Det finnes flere ulike inntjeningsbaserte metoder, men alle krever at man går gjennom følgende trinn:

- a. Estimere fremtidig kontantstrøm
- b. Estimere økonomisk levetid
- c. Fastsette relevante avkastningskrav for de ulike identifiserte immaterielle eiendeler

I praksis innebærer imidlertid a) at man også gjør et metodevalg. Basert på hvor viktig eiendelen antas å være og hvilken informasjon man har til rådighet, vil man velge en verdsettelsesmetode innenfor de inntjeningsbaserte metodene. Dette vender vi tilbake til etter å ha diskutert oss gjennom a) til c).

a. Estimere fremtidig kontantstrøm

Det er her viktig å merke seg at det er de eiendelene man overtar på tidspunktet for kontrollovertakelse og deres evne til å generere fremtidig kontantstrøm, uavhengig av faktorer hos overtakende selskap, som skal legges til grunn i verdsettelsen. Tar vi kunderelasjoner som et eksempel, innebærer dette blant annet at det er kontantstrømmen generert av den overtatte enhetens kundeportefølje som skal verdsettes.

Mens verdsettelsen av bedriften baserer seg på estimerte inntekter fra både nye og gamle kunder, skal verdsettelse av kunderelasjoner kun baseres på inntekter fra «gamle» kunder. Muligheten til å selge kjøpers produkter til de overtatte kundene betraktes normalt som en kjøperspesifikk synergi som holdes utenfor. Verdsettelsen av kunderelasjoner må ta utgangspunkt i de samme forutsetningene som ligger til grunn for verdsettelsen av bedriften for å unngå dobbelregning eller lignende feil. Det er en nærliggende antakelse, og konsistent med at kunderelasjonene har en verdi, at gamle kunder er mer lønnsomme enn nye kunder og dermed også mer lønnsomme enn den gjennomsnittlige lønnsomheten som ligger til grunn for bedriftsverdsettelsen. Denne høyere lønnsomheten kan dels skyldes lavere salgskostnader og dels at det foreligger et tillitsforhold. Kunden stoler på leverandøren og er villig til å betale en premie.

For teknologibaserte eiendeler er det også viktig å skille mellom kontantstrømmer som allokteres til den teknologien man har kjøpt sett i forhold til nyutviklet teknologi samt hvor mye av drift, vedlikehold og utvikling som skal tilordnes den kjøpte teknologien. Hvis den kjøpte teknologien forutsettes å ha en endelig definert levetid, kan ikke kontantstrømmen belastes med kostnader som tilhører den teknologien som etter hvert skal overta for verdsettelsesobjektet. Teknologibaserte eiendeler kan skape verdi gjennom

- bruk av eiendelen
- eierskap til eiendelen (lisensiering)
- ikke å bruke eiendelen (for å unngå kannibalisering av andre eiendeler).

Hvordan man utnytter eiendelen vil i neste omgang kunne påvirke valg av verdsettelsesmetode.

## b. Estimere økonomisk levetid

Denne vurderingen er sentral ved verdivurdering av immaterielle eiendeler versus verdsettelse av en virksomhet. I sistnevnte tilfelle forutsetter man oftest at virksomheten vil ha et evigvarende liv, mens det for immaterielle eiendeler antas at de fleste slike vil ha en begrenset tidsperiode hvor eiendelen genererer en kontantstrøm. Hvis man skal forutsette at en eiendel har evig / udefinert levetid, må vi påse at kontantstrølestimatet er belastet med tilstrekkelige vedlikeholds og reinvesteringskostnader. Motsatt, hvis vi forutsetter at en kjøpt teknologi fullt ut er erstattet etter 10 år, må vi sørge for at kontantstrølestimatene ikke er belastet med reinvesteringskostnaden.

Det er viktig å påpeke at dersom man setter den forventede levetiden til kunderelasjoner til 10 år, så behøver ikke dette bety at alle gamle kunder er borte i år 11. Fortolkningen er at bedriftens evne til å oppnå en meravkastning fra tidligere investeringer i kunderelasjoner vil svekkes over tid og være borte etter 10 år.

## c. Fastsette relevante avkastningskrav for de ulike identifiserte immaterielle eiendeler

Størrelsen på avkastningskrav som velges må reflektere risikoen assosiert med den immaterielle eiendelen, med andre ord, risikoen knyttet til eiendelens evne til å generere kontantstrømmer.

I en verdiallokeringsprosess er det således viktig å velge relevant avkastningskrav for ulike typer av eiendeler. Mens det antas at risikoen knyttet til materielle eiendeler er lav(ere), og dermed krever et forholdsvis lavt avkastningskrav, vil tilsvarende for immaterielle eiendeler antas å være lik selskapets WACC eller høyere. Dette er illustrert i tabell 23.3.

**Tabell 23.3** Eksempler på avkastningskrav for ulike typer eiendeler.

Eiendel	Avkastningskrav
Netto arbeidskapital	3,3 %
Anleggsmidler	5,0 %
WACC	9,0 %
Merkenavn	12,0 %
Kunderelasjoner	12,0 %
Arbeidsstyrke (inngår i goodwill)	9,0 %
Annen goodwill	18,3 %

Denne sammenhengen kan forklares med at avkastningen på immaterielle eiendeler generelt er mer flyktig. Ved valg av avkastningskrav vist i tabell 23.3 er det estimert at risiko knyttet til merkevare og kunderelasjoner ligger 3 prosentpoeng høyere enn risikoen knyttet til selskapets totale kontantstrømgenererende evne. For arbeidsstyrken (inngår som del av goodwill) kan det argumenteres med at risikoen tilsvarer den for virksomheten totalt, og at selskapets WACC således kan legges til grunn. I praksis ser man at avkastningskravet knyttet til arbeidsstyrken settes lik, men også høyere enn selskapets WACC. For øvrig goodwill (eksklusiv den delen som kan tilskrives arbeidsstyrken) representerer beløpet en residualpost, slik at avkastningskravet til denne først blir kjent når oppkjøpsanalysen er gjennomført. Avkastningskrav for goodwill følger implisitt av at WARA (weighted average return on assets) blir lik WACC. Vi kommer tilbake til dette i det praktiske eksemplet senere i denne artikkelen.

Det teoretiske grunnlaget for å differensiere avkastningskravet på denne måten er ikke særlig velutviklet, og det er knapt mulig å observere hvorvidt kjøper av et fiskeoppdrett bruker ulikt avkastningskrav for anleggsmidler, lisens og fisk i sjøen, men det har utviklet seg en forholdsvis godt innarbeidet praksis for å gjøre det på denne måten.

Vi skal nedenfor diskutere 4 inntjeningsbaserte metoder. Det er ikke slik at man kan velge fritt. Tilgjengelig informasjon og rekkefølge har stor betydning:

- i. Diskontert kontantstrømmetode
- ii. Royaltybidrag
- iii. Nåverdi av residualinntekt
- iv. Verdsettelse av virksomhet med og uten immateriell eiendel

- i. Diskontert kontantstrømmetode

I noen tilfeller kan man allokere en andel av de totale kontantstrømmene direkte til en eiendel. Et enkelt eksempel er en «off market» husleiekontrakt. Metoden innebærer at verdien fastsettes ved at netto fremtidige kontantstrømmer knyttet til eiendelen diskonteres til en nåverdi med en adekvat diskonteringsrente. Det er nok primært for kontraktsbaserte eiendeler, der betjeningen av kontrakten ikke er integrert i virksomheten, at denne metoden er tilgjengelig. Metoden er vanskelig å anvende for eiendeler som i stor grad virker sammen med andre eiendeler.

- ii. Royaltybidrag / sparte royaltykostnader

Ved denne metoden vil den immaterielle eiendelen verdsettes med referanse til den royaltyinntekt eiendelen ville generert (eller spart oss for) hvis den immaterielle eiendelen i stedet var lisensiert i en transaksjon med tredjepart. Den valgte sam-

menlignbare transaksjonen skal i slike tilfeller reflektere risiko og avkastningskarakteristika som gjør den sammenlignbar med den eiendelen som skal verdsettes. Rasjonale for metoden er at der man ikke har markedsobservasjoner for kjøp/salg av eiendelen, kan det likevel finnes et leiemarked. Metoden benyttes en del i praksis. Det finnes flere leverandører som selger informasjon om royaltysatser for ulike typer virksomheter og markeder. Det er nok likevel vår erfaring at kvaliteten på slik informasjon oftest er usikker, en høy andel av kontraktene det refereres til er enten mellom nærstående eller så har leiekontrakten oppstått i forbindelse med en virksomhetsoverdragelse, der mange faktorer kan ha vært med å bestemme royaltysatsen. Kvaliteten på informasjonen er ofte lav, og det er vanskelig å sikre tilstrekkelig relevans (reell sammenlignbarhet).

iii. Nåverdi av residualinntekt («Multi period excess earnings method»)

Metoden er en residualinntektsmetode som tar utgangspunkt i den oppkjøpte virksomhetens driftsinntjening som deretter reduseres med kalkulatoriske kostnader for bruk av øvrige eiendeler som bidrar til å generere kontantstrømmen, dvs. disse kalkulatoriske kostnadene er den andelen av den totale kontantstrømmen som allokeres til øvrige eiendeler.

De kalkulatoriske kostnadene skal inkludere avkastning på virkelig verdi av slike eiendeler, og i den grad disse ikke har udefinert levetid, også en amortisering. Merk at en eiendel ikke skal amortiseres dersom kontantstrømmen allerede er belastet med reinvesteringskostnader som sikrer at eiendelens økonomiske kapasitet opprettholdes. Rent teknisk beregnes ofte den kalkulatoriske kostnaden som en prosentandel av de ulike eiendelens virkelige verdi som belastes kontantstrømmen. Etter å ha redusert innbetalingene med alle utbetalinger og kalkulatoriske kostnader, sitter man igjen med en residualinntekt eller «excess earnings» som diskonteres for å finne verdien av den aktuelle eiendelen.

I og med at man ved denne metoden har behov for informasjon om øvrige materielle og immaterielle eiendeler, må den anvendes i verdsettelse av den siste immaterielle eiendelen. Dette vil gjerne være den man har definert som den mest betydningsfulle, og metoden kan bare benyttes én gang per KGE.

Verdsettelse av virksomhet med og uten immateriell eiendel

I enkelte tilfeller vil det være mulig å analysere inntekter generert fra to virksomheter – en som opererer med en immateriell eiendel og en uten. Når disse to enhetene konsistent genererer en vesentlig forskjellig inntektsstrøm, kan verdien av den immaterielle eiendelen estimeres ved å benytte den komparative «income differential method».

Metoden kan brukes ved verdsettelse av immaterielle eiendeler som franchiseavtaler, anleggskontrakter, varemerker, egenutviklet teknologi, patenter med videre. Ved bruk av denne metoden vil ofte verdsettelsen med den immaterielle eiendelen være det enkleste, da bedriftsverdsettelsen baserer seg på dette alternativet. Verdsettelse uten den immaterielle eiendelen krever at man har sammenlignbar informasjon, eventuelt at man skjønnsmessig vurderer effekten den immaterielle eiendelen har på kontantstrømmen. Metoden synes sjelden anvendt i praksis da den ofte er vanskelig å gjennomføre.

### *Kostbaserte verdsettelsesmetoder*

Ved kostbaserte verdsettelsesmetoder fastsettes verdien av den immaterielle eiendelen ved å beregne gjenanskaffelses- eller reproduksjonskost. Metoden er særlig anvendbar der gjenanskaffelse er et reelt alternativ, dvs. der utviklingen av den immaterielle eiendelen ikke har resultert i en eiendel som er beskyttet mot å bli kopiert. Reproduksjonskostnad representerer den kostnaden som ville påløpt, på verdsettelsesdatoen, for å gjenskape en nøyaktig kopi av den immaterielle eiendelen. Gjenanskaffelseskost er den estimerte kostnaden, til priser på verdsettelsesdatoen, for å produsere en immateriell eiendel med tilsvarende bruksområde som den opprinnelige immaterielle eiendelen. Som det fremgår av definisjonen ovenfor, er det en konseptuell forskjell mellom de to verdsettelsesmetodene. Ifølge teorien skal imidlertid den endelige verdien av eiendelen som verdsettes, uavhengig av valgt metode, bli den samme i og med at verdsettelsene også må ta hensyn til reduksjon i verdi på grunn av slit og elde mv. Ved valg av metode bør man legge mest vekt på kvaliteten og tilgjengeligheten av det datagrunnlaget som foreligger i forbindelse med verdsettelsen.

For at verdsettelsesmetoden skal være relevant som et alternativ for å beregne virkelig verdi, er det en forutsetning at alle relevante kostnadskomponenter tas i betraktning ved verdsettelsen, det vil si både direkte og indirekte. Ettersom målet er å komme frem til et anslag for markedsverdi, ikke historisk kost, vil også normal fortjeneste og avkastning på kapital bundet opp i prosjektet måtte inkluderes.

I tillegg til ovennevnte må alle former for ukurans hensyntas ved bruk av kostbaserte verdsettelsesmetoder. I denne sammenhengen er estimatet på eiendelens gjenværende økonomiske levetid sentralt. De ulike former for ukurans som bør vurderes er:

- Funksjonell ukurans (eiendelens manglende evne til å oppfylle sin opprinnelige funksjon)
  - Størrelsen på ukuransen kan fastsettes ved å analysere hva det ville koste å utvikle den immaterielle eiendelen i dag versus den opprinnelige utvi-

- klingskostnaden. I den grad kostnaden ved å utvikle den immaterielle eiendelen er lavere i dag, vil differansen sammenlignet med historisk utviklingskostnad kunne benyttes som et estimat på funksjonell ukurans
- Tilsvarende kan en sammenligning av størrelsen på nødvendige driftskostnader for å benytte den immaterielle eiendelen være et estimat på funksjonell ukurans
  - Teknologisk ukurans (ukurans som følge av teknologisk utvikling)
    - Hvis det koster mindre å utvikle en ny immateriell eiendel enn den aktuelle immaterielle eiendelen, vil differansen i utviklingskostnad være en indikasjon hvor stor den teknologiske ukuransen er
    - Tilsvarende kan størrelsen på nødvendige driftskostnader mellom ny og gammel immateriell eiendel representere en indikasjon på ukuransbeløpet
  - Økonomisk ukurans
    - Spørsmålet her blir hvorvidt den immaterielle eiendelen, basert på foreløpig verdifastsettelse, genererer en rimelig avkastning til eieren. Kommer man frem til at eiendelen vil kunne gi eier en rimelig avkastning over gjenværende levetid, foreligger ingen økonomisk ukurans. I motsatt fall må eiendelens verdi reduseres med et antatt beløp for å gjøre en avkastning som forventet mulig

### *Verdi av skattefordel ved verdsettelse av enkelte eiendeler*

La oss ta utgangspunkt i et patent som sparer bedriften for 10 i royaltykostnader i 10 år. Skattesatsen er 22 %. Patentet verdsettes til 52. Men dersom man kjøper patentet for 52 og får skattemessig fradrag for kjøpesummen, vil vi ikke betale 2,2 i skatt pr år. Størrelsen på skattebesparelsen vet vi imidlertid ikke på forhånd slik at i første omgang finns det ikke noe alternativ til å beregne nåverdien av spart royalty etter skatt.

I oppkjøpsanalysen skal eiendelene verdsettes som om de ble omsatt i det vi gjerne kaller en «innmatstransaksjon», dvs. uavhengig av den faktiske juridiske strukturen. Man legger til grunn at kjøper får oppregulere sin skattemessige kostpris, forutsatt at han ville fått dette i en innmatstransaksjon. Denne teoretiske skattefordelen skal verdsettes og tas i betraktning ved beregning av virkelig verdi for den aktuelle eiendelen.

For eiendeler verdsatt ved markedsbaserte verdsettelsesmetoder er denne skattefordelen allerede reflektert i verdien.

For eiendeler verdsatt ved kostbaserte verdsettelsesmetoder er det ulik praksis med hensyn til når skattefordel skal legges til grunn i verdsettelsen. Som en hovedregel kan det antas at en spesifikk skattefordel ikke skal beregnes så lenge innsatsfaktorene som inngår ved beregning av kostverdi kan observeres i markedet



(observerbare markedspriser). Hvis verdien beregnes basert på bruk av selskapsinterne ressurser som en følge av at de har en unik kompetanse eller lignende som ikke kan kjøpes i markedet, skal det i tillegg til verdien beregnes en skattefordel.

Ved beregning av skattefordel er det viktig å legge til grunn den skattemessige behandling som gjelder for den angjeldende eiendel. Dersom f.eks. merkenavn ikke gir rett til skattemessige avskrivninger, men kan utgiftsføres når man kan konstatere at verdien er endelig tapt, vil nåverdien av skattefradraget kunne bli lavt. Avkastningskravet vil være et nominelt etter skatt krav, og skattesatsen den skattesats inntekter fra de aktuelle eiendelene skattlegges med.

## 23.4 Praktisk eksempel på verdsettelse av immaterielle eiendeler

I det følgende har vi presentert et forenklet eksempel på verdsettelse av immaterielle eiendeler for å illustrere den metodikken som kan legges til grunn ved slike typer verdsettelse. Det presiseres at det er viktig å ha nødvendig tilgang til relevant informasjon for å kunne gjennomføre en tilfredsstillende analyse. Videre er det viktig å dokumentere de forutsetningene som legges til grunn i analysen. Arbeidet med å gjennomføre en tilfredsstillende verdiallokering, vil således omfatte betydelig dokumentasjon knyttet til det arbeidet som er utført i forbindelse med analysen.

Tabell 23.4 viser forutsetninger som er lagt til grunn for verdsettelsen:

**Tabell 23.4** Forutsetninger som er lagt til grunn i det praktiske eksemplet.

Selskapsverdi (EV)		17 269
Identifiserte immaterielle eiendeler:		
	• Merkenavn	
	• Kunderelasjon (identifisert som den viktigste eiendel)	
	• Eksisterende arbeidsstyrke (del av goodwill)	
Ingen mer- eller mindreverdier knyttet til:		
	• Anleggsmidler	
	• Arbeidskapital	
	• Forpliktelser	
Skattesats		20,0 %
Vekst i terminalverdi		2,0 %
Avkastningskrav etter skatt (WACC)		9,0 %
Avkastningskrav for verdsettelse av de ulike eiendelene:		
	• Netto arbeidskapital	3,3 %

<b>Selskapsverdi (EV)</b>		<b>17 269</b>
• Anleggsmidler		5,0 %
• WACC		9,0 %
• Merkenavn		12,0 %
• Kunderelasjoner		12,0 %
• Arbeidsstyrke (inngår i goodwill)		9,0 %
<p>For arbeidskapitalen legges normalt en kortsiktig rente til grunn, mens en rente med en durasjon i området 5 til 10 år ofte benyttes for anleggsmidler. For immaterielle eiendeler benyttes som oftest et avkastningskrav som er lik, eller høyere enn, selskapets nominelle avkastningskrav etter skatt (WACC). Tanken bak valg av avkastningskrav er at identifiserte immaterielle eiendeler representerer en høyere risiko enn for selskapet totalt. Avkastningskravet til goodwill utledes til slutt når alle eiendeler er verdsatt.</p>		

**Tabell 23.5** Overtatt balance.

<b>Tall i TNOK</b>	
Anleggsmidler	8 000
Omløpsmidler	2 000
<b>Sum eiendeler</b>	<b>10 000</b>
Egenkapital	4 000
Rentebærende gjeld	4 900
Kortsiktig gjeld	1 100
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>10 000</b>

Egenkapitalverdien på oppkjøpt enhet beløper seg til TNOK 12 369, mens merverdien som skal fordeles er TNOK 8 369. Disse verdiene er beregnet som følger:

**Tabell 23.6**

<b>UTall i TNOK</b>	
<b>Selskapsverdi</b>	<b>17 269</b>
Fradrag: Rentebærende gjeld	(4 900)
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>12 369</b>
Bokført verdi av egenkapital	(4 000)
<b>Merverdi til fordeling</b>	<b>8 369</b>

Første steg i en oppkjøpsanalyse vil være å gjenskape, eventuelt verifisere, bedriftsverdsettelsen knyttet til overtatt enhet (i den grad det ikke allerede finnes en kon-

tantstrømbasert verdsettelse). Dette gjøres for å sikre konsistens i etterfølgende beregninger, herunder legge til rette for senere nedskrivningsvurderinger, da slike må vurderes opp mot det som var forutsatt på oppkjøpstidspunktet.

**Tabell 23.7** Bedriftsverdsettelse som gir selskapsverdien (Enterprise Value (EV)).

Tall i TNOK	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Omsetning	10 000	12 000	13 000	14 000	15 000
Varekostnad	(5 000)	(6 000)	(6 500)	(7 000)	(7 500)
<b>Bruttofortjeneste</b>	<b>5 000</b>	<b>6 000</b>	<b>6 500</b>	<b>7 000</b>	<b>7 500</b>
Administrasjonskostnader	(1 200)	(1 440)	(1 560)	(1 680)	(1 800)
Salgs- og markedsføringskostnader	(2 200)	(2 640)	(2 860)	(3 080)	(3 300)
Avskrivninger og amortiseringer	(500)	(600)	(650)	(700)	(750)
Kostnadssynergier	-	75	150	150	150
<b>EBIT</b>	<b>1 100</b>	<b>1 395</b>	<b>1 580</b>	<b>1 690</b>	<b>1 800</b>
Skattekostnad	(220)	(279)	(316)	(338)	(360)
<b>Overskudd etter skatt</b>	<b>880</b>	<b>1 116</b>	<b>1 264</b>	<b>1 352</b>	<b>1 440</b>
Tillegg: Avskrivninger/amortiseringer	500	600	650	700	750
Tillegg/Fradrag: Endring i netto arbeidskapital	(100)	(200)	(100)	(100)	(100)
Fradrag: Investeringer	(600)	(720)	(780)	(700)	(750)
<b>Netto kontantstrøm</b>	<b>680</b>	<b>796</b>	<b>1 034</b>	<b>1 252</b>	<b>1 340</b>
Diskonteringsperiode	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Nåverdifaktor	0,96	0,88	0,81	0,74	0,68
<b>Nåverdi av kontantstrøm etter skatt</b>	<b>651</b>	<b>699</b>	<b>834</b>	<b>926</b>	<b>909</b>
Eksplisitt periode	4 020				
Terminalverdi	13 249				
<b>Sum selskapsverdi</b>	<b>17 269</b>				

Bedriftsverdsettelsen i tabell 23.7 vil være rettesnor for etterfølgende vurderinger ved beregninger av merkenavn og kunderelasjon, samt gjenanskaffelsesverdi av ansatte.

For å klargjøre verdsettelse av merkenavn og kunderelasjoner må kontantstrømmene i virksomheten analyseres og identifiseres. I vårt eksempel er dette sentralt, da merkenavn verdsettes på grunnlag av omsetning knyttet til produkt X, mens kunderelasjon verdsettes basert på omsetning fra alle produkter (se tabell 23.8).

**Tabell 23.8** Fordeling av inntekter på merkenavn og kundekategori.

Tall i TNOK	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
<b>Spesifikasjon omsetning merkenavn</b>					
Omsetning produkter merkenavn X	8 000	9 600	10 400	11 200	12 000
Omsetning andre produkter	2 000	2 400	2 600	2 800	3 000
<b>Sum omsetning</b>	<b>10 000</b>	<b>12 000</b>	<b>13 000</b>	<b>14 000</b>	<b>15 000</b>
<b>Spesifikasjon omsetning kjerne kunder</b>					
Salg kjerne kunder (eksisterende før avgang)	7 000	7 140	7 283	7 428	7 577
Salg til andre kunder	3 000	4 860	5 717	6 572	7 423
<b>Sum omsetning</b>	<b>10 000</b>	<b>12 000</b>	<b>13 000</b>	<b>14 000</b>	<b>15 000</b>

### 23.4.1 Verdsettelse av merkenavn

Neste steg i prosessen er å verdsette selskapers merkenavn. Ved verdsettelsen har man valgt å benytte «Relief from Royalty» som verdsettelsesmetode. Dette innebærer at det må identifiseres en royaltysats som er relevant for denne typen virksomhet. De store revisjonsselskapene har databaser med informasjon om royaltysatser for ulike typer av virksomheter og bransjer i tillegg til at denne type informasjon kan kjøpes fra aktører på nettet.

Basert på analyser av utvalgte sammenlignbare royaltysatser benyttes en royaltysats på 2 prosent av omsetningen knyttet til dette produktmerket. Videre er det forutsatt at selskaper, ved å lisensiere merkenavnet, sparer vedlikeholdskostnader tilsvarende 0,5 prosent av omsetningen. Merkevaren er forutsatt å ha en ubestemt levetid, slik at den ikke amortiseres, samt at vi ikke beregner en teoretisk skattefordel som del av verdien. Dette forklares med at en potensiell kjøper ikke vil være villig til å betale for en skattefordel for eiendeler som ikke gir skattemessig fradragrett. Verdsettelsen blir etter dette som følger:

**Tabell 23.9** Verdsettelse av merkenavn.

Tall i TNOK	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Omsetning	10 000	12 000	13 000	14 000	15 000
Omsetning knyttet til merkenavn X	8 000	9 600	10 400	11 200	12 000
Sparte lisensieringskostnader	160	192	208	224	240
Vedlikeholdskostnader merkenavn	(40)	(48)	(52)	(56)	(60)
<b>Overskudd før skatt</b>	<b>120</b>	<b>144</b>	<b>156</b>	<b>168</b>	<b>180</b>
Skattekostnad	(24)	(29)	(31)	(34)	(36)
<b>Kontantstrøm etter skatt</b>	<b>96</b>	<b>115</b>	<b>125</b>	<b>134</b>	<b>144</b>
Nåverdifaktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60
Nåverdi av kontantstrøm etter skatt	91	97	94	90	86
Vekst i terminalverdi/terminalverdi					1 469
<b>Verdi av merkenavn (avrundet)</b>	<b>1 300</b>				

Som det fremgår, har vi valgt å benytte et avkastningskrav som er høyere enn selskapets avkastningskrav. Dette fordi risikoen knyttet til den enkelte immaterielle eiendelen antas høyere enn tilsvarende for selskapet som sådan.

### 23.4.2 Gjenanskaffelsesverdi for selskapets ansatte

For å vurdere hvorvidt størrelsen på goodwill er rimelig og danne grunnlag for verdsettelse av kunderelasjonen, må gjenanskaffelsesverdien av selskapets ansatte beregnes. Vi tar utgangspunkt i den ansattes lønn inklusive bonuser og andre fordeler i tillegg til sosiale kostnader og gjennomsnittlige rekrutteringskostnader per ansatt. Dessuten estimeres det hvor lang tid det vil ta før en ny ansatt er fullt produktiv i sin nye stilling. Tabell 23.10 viser metodikk som er benyttet ved verdsettelsen.

Tabell 23.10 Gjenanskaffelsesverdi for selskapets ansatte.

TNOK								
Ansatt-kategori	Antall ansatte	Gj.snittlig årlig grunnlønn	Gj.snittlig bonus i % av grunnlønn	Gj.snittlig fordeler i % av grunnlønn	Gj.snittlig sosiale kostnader (%)	Gj.snittlig årlig total lønns-kostnad	Rekrutterings-kostnad per individ	Total rekrutterings-kostnad
	A	B	C	D	E	F	G	H
						$B \times (1+C+D) \times (1+E)$		$A \times G$
Kategori 1	4	600	5,0 %	5,0 %	20,0 %	792	55	220
<b>Kalkulert treningskostnad</b>			<b>Produktivitetstap</b>					
Ansatt-kategori	Trenings-kostnad per individ	Total trenings-kostnad	Gj.snittlig antall år til full produktivitet	Gj.snittlig produktivitet ved ansettelse	Produktivitetstap i % av årlig lønn	Totalt produktivitetstap	Total	
	I	J	K	L	M	N		O
		$A \times I$			$K \times (1-L) / 2$	$A \times F \times M$		$H + J + N$
Kategori 1	50	200	2,0	50,0 %	50,0 %	1 584		2 004
						<b>Total kostnads = verdi av arbeidsstyrken</b>		<b>2 004</b>

Gjenanskaffelsesverdien av selskapets ansatte vil være basis for beregning av den kalkulatoriske kostnaden som skal belastes ved verdsettelse av kunderelasjonen. Som tidligere nevnt kan denne metoden kun benyttes ved verdsettelse av en kontantstrøm i selskapet.

### 23.4.3 Fastsettelse av belastning for kalkulatorisk kostnad

Ved fastsettelsen av den kalkulatoriske kostnaden skal man ta utgangspunkt i de enkelte eiendelenes virkelige verdi. Alle identifiserbare eiendeler som bidrar til å skape kontantstrømmen, skal inkluderes ved fastsettelse av den kalkulatoriske kostnaden, hvor det er det valgte avkastningskravet for de spesifikke eiendelene som bestemmer endelig kostnadsbelastning. Metodisk velger vi å linke de kalkulatoriske kostnadene mot omsetningen for å sikre korrekt belastning ved verdsettelse av kunderelasjoner.

I vårt eksempel har vi beregnet den kalkulatoriske kostnaden til å være på 5,9 prosent av omsetningen for å reflektere bruk av disse eiendelene ved generering av kontantstrømmene som verdsettes.

### 23.4.4 Verdivurdering av kunderelasjon

Ved verdsettelse av kunderelasjonen identifiserer vi de kundene som selskapet har regelmessige salg til. På oppkjøpstidspunktet representerte salg til disse kundene 70 prosent av total omsetning. Videre er det forutsatt at selskapet vil miste 10 prosent av denne kundeporteføljen årlig. Merk at det kun er omsetning knyttet til de kundene selskapet har på oppkjøpstidspunktet som skal reflekteres i verdsettelsen, og ikke fremtidig økning i kundeportefølje.

**Tabell 23.11** Verdsettelse av kunderelasjoner.

Tall i TNOK	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Omsetning totalt	10 000	12 000	13 000	14 000	15 000	15 300	15 606	15 918	16 236	16 561
Omsetning kjerne kunder (før avgang)	7 000	7 140	7 283	7 428	7 577	7 729	7 883	8 041	8 202	8 366
Retention rate	100,0 %	90,0 %	80,0 %	70,0 %	60,0 %	50,0 %	40,0 %	30,0 %	20,0 %	10,0 %
<b>Omsetning etter bortfall kunder</b>	<b>7 000</b>	<b>6 426</b>	<b>5 826</b>	<b>5 200</b>	<b>4 546</b>	<b>3 864</b>	<b>3 153</b>	<b>2 412</b>	<b>1 640</b>	<b>837</b>
Varekostnad	(3 500)	(3 213)	(2 913)	(2 600)	(2 273)	(1 932)	(1 577)	(1 206)	(820)	(418)
Administrasjonskostnader	(840)	(771)	(699)	(624)	(546)	(464)	(378)	(289)	(197)	(100)
Salgs- og markedsføringskostnader	(1 540)	(1 414)	(1 282)	(1 144)	(1 000)	(850)	(694)	(531)	(361)	(184)
<b>Driftsresultat</b>	<b>1 120</b>	<b>1 028</b>	<b>932</b>	<b>832</b>	<b>727</b>	<b>618</b>	<b>505</b>	<b>386</b>	<b>262</b>	<b>134</b>
Skattekostnad	(224)	(206)	(186)	(166)	(145)	(124)	(101)	(77)	(52)	(27)
<b>EBITDA før bidragsytende eiendeler</b>	<b>896</b>	<b>823</b>	<b>746</b>	<b>666</b>	<b>582</b>	<b>495</b>	<b>404</b>	<b>309</b>	<b>210</b>	<b>107</b>
Fradrag: Belastning for kalkulatoriske kostnader	(413)	(379)	(344)	(307)	(268)	(228)	(186)	(142)	(97)	(49)
<b>Netto kontantstrøm etter skatt</b>	<b>483</b>	<b>443</b>	<b>402</b>	<b>359</b>	<b>314</b>	<b>267</b>	<b>218</b>	<b>166</b>	<b>113</b>	<b>58</b>

Tall i TNOK	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Nåverdifaktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34
Nåverdi av kontantstrøm etter skatt	456	374	303	241	188	143	104	71	43	20
<b>Sum nåverdi av kontantstrøm etter skatt</b>	<b>1 944</b>									
Skattefordel ved spesifikk vurdering av eiendelen	220									
<b>Virkelig verdi av kunderelasjon (avrundet)</b>	<b>2 200</b>									
diskonteringsperiode	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5

Skattefordelen som inngår i verdien av kunderelasjonen baserer seg på at en kjøper ville vært villig til å betale for nåverdien av skattebesparelsen, hvis denne eiendelen var kjøpt isolert. Vi har forutsatt en 10 års lineær skattemessig avskrivning av kunderelasjonen.



**Tabell 23.12** forenklet illustrasjon på beregning av verdi skattefordel.

År			Diskont.Faktor	NV Amort.Faktor
År 1	1/10		0,893	0,0893
År 2	1/10		0,797	0,0797
År 3	1/10		0,712	0,0712
År 4	1/10		0,636	0,0636
År 5	1/10		0,567	0,0567
År 6	1/10		0,507	0,0507
År 7	1/10		0,452	0,0452
År 8	1/10		0,404	0,0404
År 9	1/10		0,361	0,0361
År 10	1/10		0,322	0,0322
Sum nåverdi av amortiseringsfaktor				0,565
Skatterate				20 %
Skattebesparelse %				0,113
<b>Verdi av skattebesparelse (Nåverdi)</b>				<b>220</b>

Verdsettelsen er nå fullført i den forstand at virkelig verdi av identifiserte materielle og immaterielle eiendeler er fastsatt. Neste steg i prosessen blir dermed å beregne verdien av goodwill.

**Tabell 23.13** Beregning av goodwill.

Tall i TNOK	Virkelig verdi	
Merkenavn	1 300	
Kunderelasjoner	2 200	
<b>Sum verdi identifiserte immaterielle eiendeler</b>	<b>3 500</b>	
Utsatt skatt knyttet til verdjustering	700	
<b>Tall i NOK tusen</b>	<b>Debet</b>	<b>Debet</b>
Kjøpesum for aksjer		12 369
Bokført verdi av egenkapital	4 000	
Verdi av identifiserte immaterielle eiendeler	3 500	
Utsatt skatteforpliktelse verdjustering		700
Goodwill (residual)	5 569	
<b>Sum</b>	<b>13 069</b>	<b>13 069</b>

Selskapet skal beregne en utsatt skatteforpliktelse knyttet til midlertidige forskjeller for identifiserte merverdier ut over goodwill. Denne skatteforpliktelsen skal ikke diskonteres (IAS 12.53). Rent teoretisk kan det således stilles spørsmål ved den delen av goodwill som «grosses opp» med den utsatte skatteforpliktelsen. Praksis så langt har vært at man ikke foretar noen umiddelbar nedskrivning av den delen av goodwill som knytter seg til den utsatte skatteforpliktelsen. Det synes det å være bred enighet om i praksis.

Et annet forhold som er verdt å merke seg er kravet om å beregne en utsatt skatteforpliktelse knyttet til immaterielle eiendeler som har udefinert levetid. Nåverdien av en slik skatteforpliktelse vil være tilnærmet null. Det følger imidlertid av IAS 12.15 og 57 at det, med unntak for goodwill, skal beregnes en utsatt skatt på alle midlertidige forskjeller, samt at denne forpliktelsen ikke skal diskonteres. Resultatet av dette blir en oppblåsing av konsernbalansen i og med at den utsatte skatteforpliktelsen ikke vil bli reversert (vil først bli reversert ved en eventuell nedskrivning av eiendelens verdi). Goodwill er å anse som en residual, og utsatt skatteforpliktelse skal derfor ikke beregnes av goodwill.

For å vurdere oppkjøpsanalysens effekt på selskapets resultatregnskap, beregnes årlige amortiseringer av allokerte merverdier.

**Tabell 23.14** Estimering av årlig amortisering.

Tall i TNOK	Virkelig verdi	Levetid
Merkevare	1 300	Udefinerbar
Kunderelasjoner	2 200	10 år
Goodwill (netto uten utsatt skatteforpliktelse)	4 869	Amortiseres ikke
Totale merverdier	8 369	
Årlig amortisering av merverdier	220	(verdi / levetid)
Reversering av utsatt skatteforpliktelse	(44)	(amortisering x skatterate)
Netto reduksjon i årsoverskudd	176	

Som det fremgår av beregningen, vil konsernets resultat før skatt bli redusert med TNOK 220 som en direkte følge av verdiallokeringen. Eksemplet viser hvor viktig det er for en leser av regnskapet å sette seg inn i de prinsippene som er lagt til grunn ved verdiallokeringen, herunder vurderingene knyttet til mulig nedskrivningsbehov av identifiserte immaterielle eiendeler.

For å vurdere om resultatet av verdsettelsen er rimelig, utarbeides en sammenligning av summen av avkastning for de ulike identifiserte materielle og immaterielle eiendeler og goodwill og selskapets WACC. I vårt eksempel blir den slik:

**Tabell 23.15** Sammenligning mellom avkastning og WACC.

Eiendel	Virkelig verdi	Avkastningskrav	Vektet avkastning
Netto arbeidskapital (2 000 - 1100)	900	3,3 %	0,2 %
Anleggsmidler	8 000	5,0 %	2,3 %
Merkenavn	1 300	12,0 %	0,9 %
Kunderelasjoner	2 200	12,0 %	1,5 %
Arbeidsstyrke (inngår i goodwill)	2 004	9,0 %	1,0 %
Annen goodwill	2 865	18,3 %	3,0 %
Weighted Average Return on Assets (WARA)	17 269		9,0 %
Weighted Average Cost of Capital (WACC)			9,0 %

Som vi ser av oversikten, er avkastningskravet for goodwill 18 prosent for at WARA skal bli lik selskapets WACC. Basert på antakelsen om at risikoen knyttet til goodwill er høyere enn selskapets WACC, synes dette rimelig. Skulle man komme i en situasjon hvor avkastningen knyttet til goodwill er lik, eller lavere enn, selskapets WACC, er det all mulig grunn til å gjennomgå verdsettelsen for å se om denne inneholder feil.

Eksemplet som er presentert ovenfor, fokuserer på den tekniske gjennomføringen av en oppkjøpsanalyse. Det er imidlertid viktig å presisere at det for regnskapsformål er viktig å dokumentere alle forutsetninger som oppkjøpsanalysen baseres på.