

Værdiansættelse af Revisionsvirksomheder!

Der findes aktuelt 1.146 regnskabs- og revisionsvirksomheder i Danmark¹ med mere end 1 ansat. Af disse virksomheder har 238 mere end 10 ansatte.

Artiklen er skrevet af partner Carsten Bo Petersen ved Lucas & Partnere

Det betyder helt naturligt, at en lang række virksomheder hvert år skal sælges/overdrages/sammenlægges, enten som følge af nødvendigt generationsskifte eller fordi ejeren/ejerne har andre planer, eller ønsker at realisere deres værdier. Salget kan endvidere ske ud fra et ønske om at indgå som partner i en større revisionsvirksomhed for derigennem at kunne koncentrere sig om sit fag og helt eller delvist overlade de administrative, kvalitetsmæssige, økonomiske og ledelsesmæssige discipliner til andre.

Et sådan salg kan ske glidende internt, hvor virksomheden løbende optager partnere, som over tid køber den eller de oprindelige ejere ud. Salget kan også ske til eksterne kolleger i markedet, hvor aktiviteten enten fusioneres ind i købers virksomhed, eller fortsætter som selvstændig afdeling i et nyt ejerskab.

Uanset om en overdragelse sker internt eller eksternt, og uanset om sælger udtræder af virksomheden eller fortsætter som partner efter en handel, så skal virksomheden værdiansættes som grundlag for handlen, og såvel køber som sælger skal være enige i denne værdiansættelse.

Værdiansættelsen

Når man værdiansætter en virksomhed, så anvender man forskellige metoder²:

- **DCF-metode** (Discounted Cash Flow) hvor man tilbagediskonterer virksomhedens forventede fremtidige frie cash flow – ”Cash is King” til en nutidsværdi, og samtidig tager hensyn til det gennemsnitlige afkastkrav til såvel fremmedfinansieringen, som til egenkapitalen. Dette er en omfattende model, som også er den

mest præcise og konsistente. Modellen er særdeles velegnet, når der er stor vækst eller større nedgang.

- **EBIT-multipel eller P/E** – modellen. Simpel metode som forudsætter stabil indtjening, og som forholder sig til, hvor lang tid man accepterer, inden investeringen er tilbagebetalt.
- **Pay off** metoden – ligner EBIT-multipel-modellen, men inddrager finansielle omstruktureringer i beregningen.
- **Substansmetoden** – Upræcis metode, hvor man værdiansætter de enkelte aktiver, og hvor goodwill værdiansættes ud fra et forventet overskud.

Ser vi specifikt på værdiansættelse af virksomheder indenfor de liberale erhverv, herunder revisionsvirksomheder, så er grundtanken naturligvis den samme. Det handler om, at den fremtidige indtjening af den købte virksomhed kan forrente og afvikle investeringen indenfor en forventet periode, hvorefter overskuddet af investeringen gerne skulle komme frem.

Den valuationmodel, der anvendes indenfor de liberale erhverv, er kutymæssigt lidt anderledes, og ligger nok tættest op ad Substansmetoden som nævnt ovenfor.

Ved overtagelse af en virksomhed er der 2 muligheder:

- Overtagelse af ejerandele (aktier eller anparter) i virksomheden

- Overtagelse af aktiviteten fra virksomheden

Køber man aktier eller anparter, overtager man i princippet alt – alle aktiver og alt gæld, herunder medarbejderforpligtelser, eventualforpligtelser – kendte såvel som ukendte.

Køber man derimod aktiviteten ud, så overtager man alene de aktiver og de forpligtelser, man aftaler, og der kan således ikke opstå uforudsete krav mod køber, dog undtaget medarbejderforpligtelser, som uundgåeligt følger med iht. reglerne i ”Lov om virksomhedsoverdragelse”.

De skattemæssige overvejelser, som kan være relevante i valg af model, vil jeg ikke komme nærmere ind på i denne artikel.

Aktiver (ekskl. Goodwill)

Vi vil kort se på de forskellige typer af aktiver, der kan være relevante ifm. salg af revisionsvirksomhed.

- **Igangværende arbejder.** Opgøres til pari på overtagelsesdagen typisk baseret på timeregnskabet, idet der kan være lidt usikkerhed omkring eventuelle over-/underdækninger. Der aftales ofte en efterfølgende reguleringsklausul.

¹ Iflg. NN Markedsdata

² Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, FSR December 2002; og *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, 2015.

- **Debitorer.** Overdrages ofte ikke, men løber ud overfor sælger ifm. forfald. Såfremt de alligevel overdrages, aftales typisk en klausul til inddækning af tab på debitorporteføljen, eller tilbagekøb af forfaldne ikke betalte debitorer.
- **Inventar/IT/øvrige faste aktiver.** Relevant inventar, IT, biler og andet opgøres, og der forhandles og aftales en pris mellem køber og sælger.
- **Lejemål.** Såfremt køber ønsker at fortsætte i sælgers lokaler, så overdrages eventuelt lejemål på almindelige vilkår.

Ejendomme og andre specielle aktiver behandles ikke yderligere i denne artikel.

Forpligtelser

Forpligtelser overtages normalt ikke, dog undtaget medarbejderforpligtelser, som opgøres fsa. feriepengeforpligtelse opgjort pr. overtagelsesdagen og afregnes til køber. Man godtgør typisk ikke opsigelsesforpligtelser på medarbejderstaben, med mindre der er opsagte medarbejdere, eller medarbejdere, som man efter aftale ikke ønsker at overtage og dermed opsiger ifm. overdragelsen.

Goodwill

Den interessante del af værdiansættelsen er, hvordan man sætter værdi på goodwill i den overtagne virksomhed. Som tidligere antydnet, så fastsætter man

typisk ikke goodwill ud fra virksomhedens realiserede eller forventede overskud.

Man tager i stedet udgangspunkt i den omsætning, der er på de kunder, der overdrages ifm. handlen.

Det virker umiddelbart enkelt, idet vi nu blot kan tage omsætningen sidste år, og multiplicere med en given procent, men udfordringen er:

- Hvad skal indgå i omsætningen?
- Hvad skal procenten (%) være?

Opgørelse af kundemassen

Hvis sælger har en meget stabil kundekreds, som periode efter periode får leveret de samme ydelser til den nogenlunde samme pris, således at omsætningen i periode 2 er lig omsætningen i periode 1 plus 5%, så er det meget enkelt at fastsætte og blive enige om den overtagne omsætning.

Anderledes ser det ud, såfremt der er en stor løbende kundetilgang eller tilsvarende kundeflugt eller eventuelt begge dele.

Her vil man kunne tage udgangspunkt i en aktuel kundeliste med aktuel omsætning pr. kunde, som er det, der umiddelbart danner grundlag for goodwill-beregningen.

Herudover definerer man eventuelle brancher eller områder (geografiske),

hvor man måler tilgangen i en aftalt fremtidig periode, som så medtages i goodwill-beregningen efter nærmere regler. Afgrænsningen er vigtig og vil også kunne kompliceres af, at køber helt naturligt ikke vil betale goodwill af den tilgang, som naturligt kan henføres til køber selv. Har sælger f.eks. en helt speciel tilknytning til en specifik branche – så vil tilgangen i denne branche naturligt kunne tilskrives sælger.

På samme måde er det almindeligt, at man på den anden side reducerer goodwill-beløbet på overtagne kunder, som indenfor en defineret periode forlader butikken efter overdragelsen. Man indgår en såkaldt frafaldsklausul. Sådanne frafaldsklausuler ses typisk at løbe fra 1 op til 3 år.

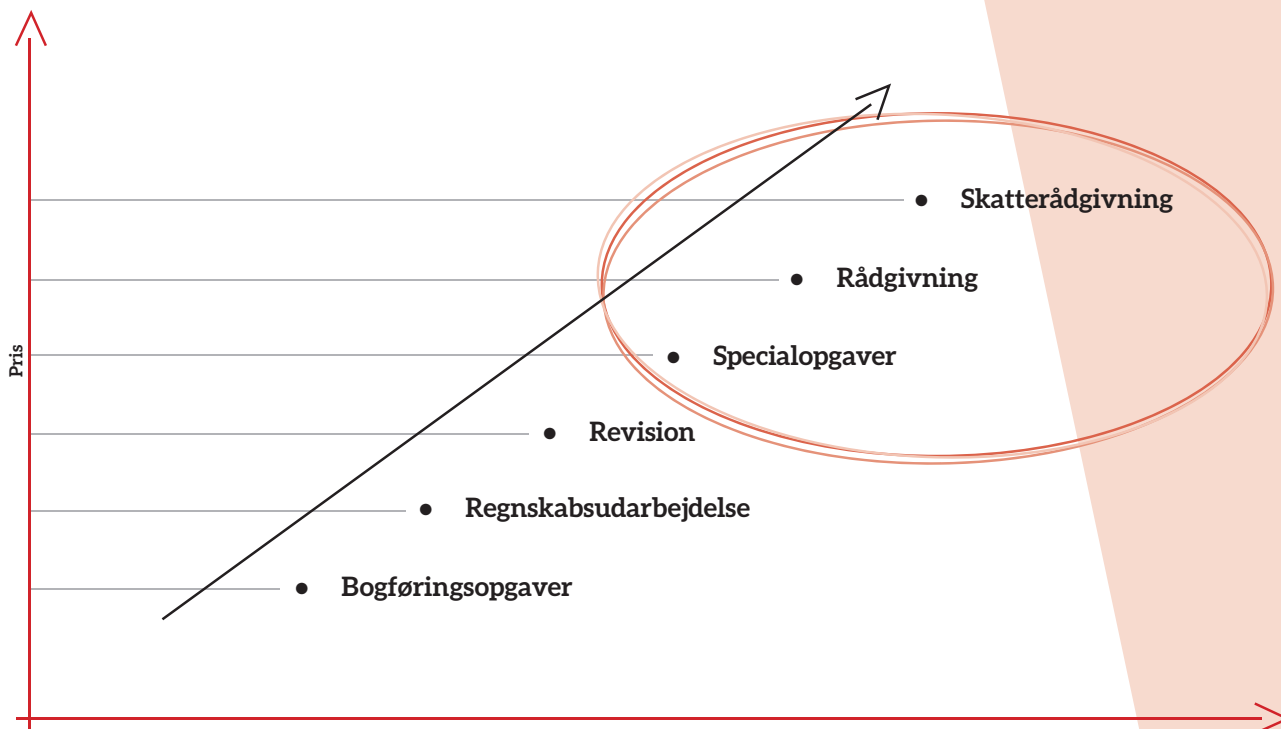
Fastsættelse af beregningsprocenten!

For at nå frem til en værdiansættelse – fastsættelse af procentandel af omsætningen er der en lang række forhold, som spiller ind i beregningen:

- Typen af opgaver (fordelingen)
- Debiteringssatser
- Kundetyper / Kundesammensætning
- Medarbejdersituationen
- Kvalitetsniveauet
- Konjunkturer

Typen af opgaver

Udgangspunktet for værdiopsørelsen vil være typen af opgaver, som sælgers forretning er baseret på. Opgavetyper



opdeles typisk på Bogføringsopgaver, Regnskabsudarbejdelse, Revision, Specialopgaver, Rådgivning og Skatterådgivning, hvor der er en stigende værdi.

Således vil der være knyttet forholdsvis lidt goodwill til bogføringsopgaver, medens værdien af Skatterådgivningsopgaver er høj. Karakteren af skatterådgivning, øvrig rådgivning og af specialopgaver kan variere meget og vil derfor konkurrere om toppen af værdiskabelsen.

Debiteringssatser

Det er klart, at værdien af omsætningen er stigende med stigende pris på ydelserne og på effektiviteten i udførelsen, som er en del af debiteringssatsen. Det er selvsagt den reelle debiteringssats, der er relevant – altså reguleret for eventuelt store over- eller underdækninger i timeregnskabet.

Kundetyper og -sammensætning

Typen af kunder vil påvirke attraktiviteten og dermed prisfastsættelsen. En bred vifte af attraktive kunder eller kunder i et specielt segment, hvor der kan opbygges specialkompetencer, eller hvor man kan effektivisere procedurer, og indsatser vil påvirke faktoren positivt. Omvendt vil en sammensætning, hvor en meget væsentlig del af omsætningen sker til en eller meget få kunder, trække ned, da risikoen for frafald er markant.

Endelig vil kundernes alder kunne påvirke værdiansættelsen. Hvis en virksomhed står overfor et påkrævet generationsskifte, og virksomhedens kunder har været loyale i rigtig mange år, så kan det være, at kundeporteføljen på samme måde står overfor et væsentligt frafald.

Medarbejdersituationen

Der har over tid været store udsving på udbuddet af dygtige revisionsmedarbejdere. Op til finanskrisen i 2008 var det ikke usædvanligt, at revisionsvirksomheder betalte endog store summer for at tiltrække kvalificerede medarbejdere. Ved køb af virksomheder i sådanne situationer vil alene adgangen til en relevant medarbejderstab have en positiv påvirkning på prisfastsættelsen.

Det samme er tilfældet, såfremt virksomheden generelt råder over medarbejdere med specielle relevante kompetencer eller med en specielt god erfarings- og uddannelsessammensætning.

Kvalitetsniveauet

Det er helt sædvanligt, at man indfører en due diligence – klausul, når man indgår aftale om køb, hvilket medfører at man bl.a. gennemgår kvalitetsniveauet på det arbejde, der er udført på en række udvalgte kunder. Der ligger rigtig meget arbejde i at efterleve lovgivningen og branchens kvalitetskrav

og opretholde et højt kvalitetsniveau. Der ligger selvsagt tilsvarende meget arbejde i at reetablere, såfremt området er forsømt.

Som en konsekvens heraf vil prisfaktoren typisk blive påvirket negativt, såfremt disse forhold ikke er i orden.

Konjunkturer

Endelig er konjunkturfaktoren en væsentlig spiller i prisfastsættelsen. Som i alle andre brancher er det aktuelle prisniveau for virksomhedshandler, herunder handler af revisionsvirksomheder, påvirket af konjunkturerne og udbud/ efterspørgslen. Konjunkturerne vil parallelforskyde hele prismatrixen op og ned afhængig af den aktuelle situation.

Afslutning.

Som det fremgår af ovenstående, er der rigtig mange forhold, såvel interne som eksterne, der påvirker værdiansættelsen af en revisionsvirksomhed. Komplexiteten kan sammenfattende illustreres i figuren nederst på siden.

Det er, som det fremgår, meget svært at sige noget generelt om prisniveauet for en virksomhed, og den endelige prisfastsættelse vil altid bero på et grundigt analysearbejde. I sidste ende er det dog købers og sælgers fællesopfattelse af pris, der endeligt fastlægger værdien.

