



VESTRE LANDSRET
DOM
afsagt den 11. juni 2026

Sag BS-15425/2025-VLR
(13. afdeling)

Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S
(advokat Jef Nymand Hounsgaard og
advokat Mathias Kjærsgaard Larsen)

mod

Skatteministeriet
(advokat Steffen Sværke og
advokat Janne Lind Pico Jensen)

Landsdommerne Helle Krogager Rasmussen, Jeanette Bro Fejring og Henrik Gisløv (kst.) har deltaget i sagens afgørelse.

Sagen er anlagt ved Københavns Byret den 9. februar 2023. Ved kendelse af 9. august 2023 er sagen henvist til behandling ved Østre Landsret efter retspleje - lovens § 226, stk. 1. Ved kendelse af 19. marts 2025 er sagen henvist fra Østre Landsret til Vestre Landsret i medfør af retsplejelovens § 245.

Sagen angår prøvelse af Landsskatterettens afgørelser af 14. november 2022 om værdiansættelse af immaterielle aktiver, som ved en koncernintern overdragelse i indkomståret 2003 blev overdraget fra Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S til søsterselskabet Ferring International Center S.A.

Påstande

Sagsøgeren, Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S, har nedlagt påstand om, at sagsøgte, Skatteministeriet, skal anerkende, at handelsværdien af de immate

rielle aktiver, der blev overdraget fra selskabet til Ferring International Center S.A. den 16. december 2003, udgjorde 574 mio. kr., subsidiært et højere beløb efter landsrettens nærmere fastsættelse, og at den skattepligtige indkomst for selskabet for indkomståret 2003 – samt den skattepligtige sambeskatningsindkomst for Ferring Holding Danmark A/S – dermed skal nedsættes med yderligere 301 mio. kr. i forhold til Skattestyrelsens talmæssige opgørelse af 12. januar 2023, subsidiært med et mindre beløb efter landsrettens nærmere fastsættelse. Selskabet har mere subsidiært påstået sagen hjemvist til fornyet behandling ved Skattestyrelsen.

Skatteministeriet har påstået frifindelse.

Sagens baggrund og hovedproblemstillinger

Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S (herefter FAS), blev stiftet i 1956 og er en del af Ferring-koncernen. FAS fik i 1986 godkendt produktet Pentasa, der anvendes til behandling af kroniske betændelsestilstande i tarmen, herunder navnlig colitis ulcerosa og Crohns sygdom.

Ved ”Asset Sale and Purchase Agreement” indgået den 16. december 2003 overdrog FAS pr. 1. januar 2004 en række aktiver, herunder særligt de immaterielle rettigheder til lægemidlerne Pentasa og Klyx, til det schweiziske koncernforbundne selskab, Ferring International Center S.A. (herefter FICSA).

Aktiverne blev overdraget for 162,2 mio. kr. svarende til værdien af goodwillen i Ferring A/S, således som den var opgjort af PricewaterhouseCoopers den 14. december 2001 i henhold til Skatteministeriets cirkulære nr. 44 af 28. marts 2000 om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill (goodwill-cirkulæret).

FAS medregnede et beløb på 162.318.000 kr. ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for 2004.

Den 15. januar 2008 indledte SKAT en skatterevision. Undervejs i skatterevisionen fremsendte FAS yderligere dokumentation, herunder bl.a. Ferring-koncernens ”Corporate Business Plan 2004-2008” (herefter BP 2003), der efter sin ordlyd kun var til internt brug, og en værdiansættelsesrapport udarbejdet af Deloitte på baggrund af den indkomstbaserede værdiansættelsesmodel, DCF-modellen (Discounted Cash Flow).

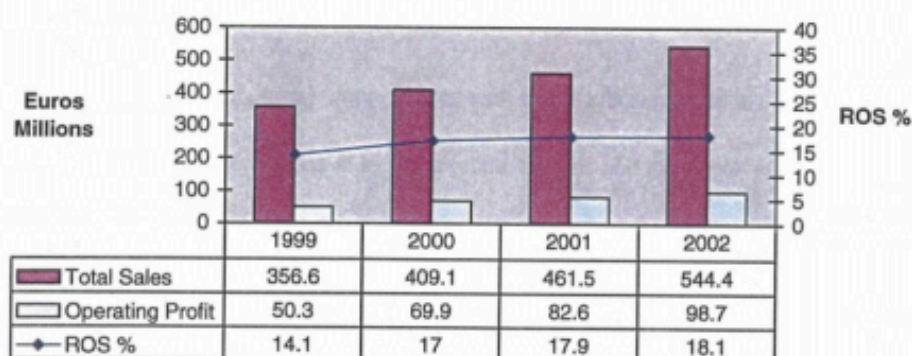
Af Ferring-koncernens BP 2003 fremgår bl.a. følgende:

”

1 EXECUTIVE SUMMARY

Ferring has a history of rapid growth, largely driven by geographic expansion, and emphasised by an excellent 2002 performance.

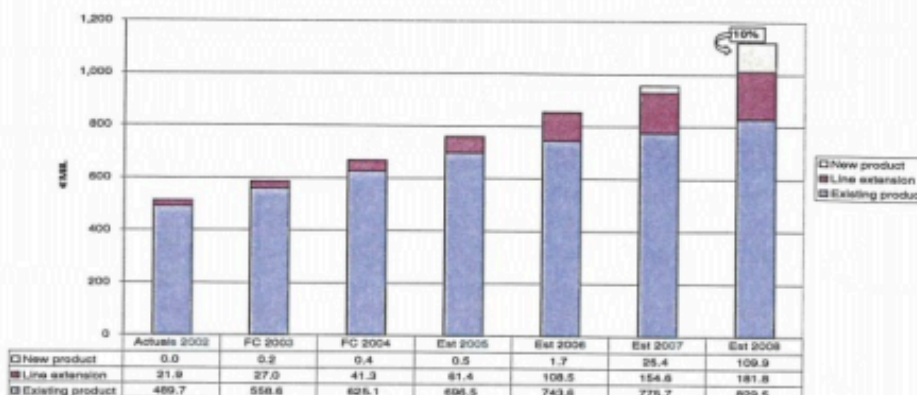
**Ferring Group Revenue and Operating Profit
1999 - 2002**



In 2002, growth was chiefly driven by accomplishments in the fertility arena where Ferring successfully managed to replace MENOGON with MENOPUR in many markets, and to successfully launch BRAVELLE in the USA. Growth of the two other major product lines, MINIRIN and PENTASA, was moderate in comparison, in the previous year.

Though very successful in recent years, Ferring is now operating in an increasingly difficult environment. Pharmaceutical market growth has faded, and the market has essentially divided into two sectors; there is still good growth for new innovative drugs, but fierce cost containment measures are in place to make the post patent phase of a drug's life cycle far less lucrative. This is especially cumbersome for Ferring in the years to come, as our market sales projection shows the following split between new products and existing ones, poorly protected patent wise.

Existing products, Line extensions and New products sales 2002-2008 - BP03 rate



With Ferring's large share of products without strong patent protection, most noticeably the entire desmopressin product range after 2004 (EU + RoW), the synergistic impact of the emerging cost containment initiatives (especially generic substitution) is the greatest single threat to Ferring's ability to reach its medium term growth objectives. Therefore it must be clearly stated:

- Ferring must acquire new products to sustain good growth.

In addition to this imperative, Ferring must also excel at Life Cycle Management to defend its current line of products from generic competition to the extent possible.

In order to continue to be successful in this new environment, Ferring must adapt in different ways:

- Business Development has been re-energised and to some extent re-staffed with senior and experienced executives.
- Ferring must improve its cross functional management so that project managers and Life Cycle Teams are given clear empowerment, resources and accountabilities for managing the measures needed to extend the life cycle of the existing product line.
- Ferring must expand its efforts and skills in regulatory, health economics and pricing to counter rising demands from authorities in these fields.

Specifically as regards business development activities, we are focused first and foremost on acquiring products for the USA and Japan, so as to better reflect the opportunities that these markets represent. With regards to Life Cycle Management and defending our current portfolio, we address the following main threats:

- The MINIRIN generic erosion threat is mainly managed by developing the FE 992 026 administration form (fast melt), identifying and studying possible producers of a generic desmopressin tablet, patenting action plan development, and the creation of an action plan to minimise losses in the generic environment.
- The challenge to defend human derived gonadotrophin products is mainly managed by the gathering of data to refute any lack-of-safety claims, by properly documenting the characterisation of MENOPUR, by adding a new source country as back-up for Argentina, and by building a strong case for claiming superior efficacy in comparison to rec-FSH.
- The challenge to PENTASA is mainly the internal issue of supply reliability. The problems are being addressed by Technical Operations striving to improve service levels by optimising processes and out-sourcing some production. In the long term, the building of a new production site (SMART project) is considered.

Despite these difficult circumstances, Ferring is committed to the following objectives:

- Increase sales to € 1.2 Billion by 2008
- Increase ROS to >20% by 2008

Sales projections from the markets, adjusted by management for prudence, produce the following table:

Management Sales Projection EUR	Act 2002 BP02	Budget 2003 BP03	Forecast 2003 BP03	Estimate 2004 BP03	Estimate 2005 BP03	Estimate 2006 BP03	Estimate 2007 BP03	Estimate 2008 BP03	CAGR 02-08
MINI/NOVAP	140,308	167,295	166,865	197,508	196,730	196,579	193,795	206,126	5.6%
RENIASA	100,036	114,264	107,276	106,944	136,522	156,849	171,064	184,830	10.8%
FERTILITY	141,366	166,956	154,311	172,595	211,538	252,636	265,590	349,630	16.3%
DEGARELIX	0	0	0	0	0	0	1,586	50,840	-
TRACTOCLE	9,570	17,393	17,187	23,900	31,465	39,478	46,943	56,327	34.4%
KEY PRODUCTS	389,281	465,508	425,719	541,847	578,253	635,589	699,668	847,563	13.4%
DEGARELIX	27,274	27,333	27,221	29,183	30,863	33,301	32,899	32,513	3.0%
ZOMACTON	28,473	32,861	33,174	35,395	38,627	41,356	43,895	46,071	6.3%
GLYPPRESSIN/REMESTYP	17,781	17,963	18,002	21,263	23,442	25,447	27,065	29,000	8.4%
OCTOSTIM	2,743	5,586	4,832	5,805	6,128	6,424	6,727	7,162	17.3%
PROGRESS	4,283	5,553	5,362	5,362	7,115	7,632	8,145	8,705	12.5%
SUPPORT PRODUCTS	80,564	89,863	89,514	98,815	100,175	105,157	118,312	123,942	7.3%
OTHER PRODUCTS	31,816	38,392	32,768	35,831	41,438	48,649	58,875	70,572	14.1%
GRAND TOTAL PROJECTION	511,661	586,783	558,000	634,894	718,466	788,798	875,558	1,041,218	12.6%
Last year's sales projection at BP02 rate	529,500	535,000	608,911	679,863	773,014	882,350	999,801	-	13.3%
Last year's sales projection at BP03 rate	496,776	501,936	569,803	637,846	725,240	827,826	938,086	-	13.3%
Diff vs LY Projection (currency)	-32,724	-33,064	-37,500	-42,017	-47,774	-54,532	-61,795	-	-
Diff vs LY Projection (performance)	14,865	84,847	-11,402	-2,952	-6,774	-39,028	-62,428	-	-
Objective (CAGR 15.3%)	511,661	586,783	589,769	679,801	783,577	903,195	1,041,073	1,200,000	15.3%
Objective at actual/budget rate	544,438	594,463	-	-	-	-	-	-	-
GAP vs. objective:	N/A	N/A	-31,768	-44,907	-65,111	-114,397	-165,415	-158,782	-
Projection in the updated BP scenario*	511,661	586,783	558,000	615,900	696,883	784,189	847,378	1,007,608	12.0%

* The updated BP scenario is based on USD = 0.90 Euro in 2003, and then USD = 0.83 Euro for 2004-2008.

This Business Plan is developed based on a Euro/Dollar rate of 0.90. The falling rate of the USD, and of currencies tied to the dollar, is a major factor in the fade in revenue projections in comparison to last year's Business Plan. Therefore management suggests that the objective of reaching sales of € 1.2 Billion is deferred to 2008, not to make the goal seem unattainable and thus de-motivating. As currency rates have changed significantly during the preparation of the plan, management has suggested an "Updated BP Scenario".

Ferring's R&D pipeline shows promise, first and foremost with the GnRH antagonist, degarelix. However, as degarelix is likely to be launched only late 2007, at the earliest, it must be further emphasised that the medium term gap can only be filled by a major acquisition.

...

2.4 SWOT ANALYSIS

Strengths

- Established product portfolio in speciality areas
- Global presence with a stronghold in Europe
- Biggest stakeholder in IBD globally
- Dedicated Ferring staff
- Good KOL relationships
- Quality Local Management at Senior Levels

Weaknesses

- Infrastructure (Project Management, Business Development and Regulatory)
- Internal decision process not optimally structured
- Insufficient quality of regulatory files
- Poor sales force synergies
- Lack of pharmaco-economic support
- Unbalanced R&D portfolio with too little weight on the late stage development (post clinical)
- Unreliable product supplies
- Limited coverage of the US and Japanese market

Opportunities

- Degarelix
- Polarisation of the industry based on corporate size creates more opportunities for the in-licensing of products
- Geographical presence (primarily the US and Japan) to build on
- Company acquisitions
- Technology acquisitions
- Leadership development
- Nocturia indication
- Development of FE 992 026

Threats

- Patent expiration on MINIRIN tablet could cause rapid generic erosion of the desmopressin market
- Safety of human derived products is questioned (characterisation and prions), which puts our fertility business at risk
- Supply issues with PENTASA has subsequent development implications
- The efficacy of 5-ASA in Crohn's Disease is questioned
- Increased drive for cost containment through a number of measures including generic substitution at pharmacy level
- Difficulty in obtaining of reimbursement for MINIRIN with the nocturia indication
- Competition from MERIONAL HP

...

3.3 OVERALL ASSUMPTIONS AND TRENDS

The key assumptions underlying this Plan are:

3.3.1 General

- No major negative government interventions/political/social upheavals
- Economic growth potential high in some ROW developing countries and Eastern Europe, but associated with higher barriers to entry and greater risks
- Birth rates declining in developed countries, zero or even negative in some
- Medical conditions associated with aging populations account for progressively higher share of pharmaceutical spend in developed countries

3.3.2 Pharmaceutical

- Cost containment measures negatively impact overall market growth, but good opportunities remain in specific therapeutic segments
- Continued downward price pressures, but good prices achievable for innovative, value-added new therapeutic entities
- High quality, comparative pharmaco-economics critically important
- Increasing reluctance to reimburse "lifestyle" drugs
- Physicians remaining key customers, but relative influence continues to decline as decision making shifts more to government agencies/payers and customers
- Continuing scrutiny and regulation of pharmaceutical promotion, but direct-to-consumer approaches increase

3.3.3 Ferring Specific

- Reliable product supplies
- Line extensions/new products/new indications launched as planned
- Nocturia indication approved and reimbursed with few exceptions
- Successful clinical development of degarelix
- Achievable prices
- Minimised generic attrition
- No change in the cost of goods
- Ferring investment in the necessary leadership, methodologies and technology

...

3.5 MANAGEMENT ADJUSTMENTS AND GAP ANALYSIS

Management sees fit to do the following adjustments to the sales projections provided by the markets:

- An adjustment of BRAVELLE sales based on the latest forecast from USA.
- A market adjustment of MINIRIN sales based on the following facts:
 - More and more markets are adopting generic switching even for branded scripts as indicated in section 2.2.3.
 - We will only have process patent protection with FE 992 026 .
 - FE 992 026 will only be launched after generic entry is assumed.
- A medium sized adjustment of PENTASA sales to better reflect the supply issues at Vanløse as elaborated on in section 2.5.3.
- Minor adjustments on MINIRIN and PENTASA are due to parallel trade.
- Minor adjustments are made to Other Products

Market Sales Projections MEUR	Act 2002 BP03	Budget 2003 BP03	Forecast 2003 BP03	Estimate 2004 BP03	Estimate 2005 BP03	Estimate 2006 BP03	Estimate 2007 BP03	Estimate 2008 BP03	CAGR 02-08
MINIRIN/DAVP	140,300	167,295	166,965	199,608	211,730	226,678	243,795	266,126	10.2%
PENTASA	100,030	114,284	112,276	126,944	145,122	161,849	176,064	189,632	11.2%
FERTILITY	141,366	166,956	165,110	182,695	222,538	263,636	310,680	364,633	17.1%
DEGARELX	0	0	0	0	0	0	1,596	50,848	
TRACTOCLE	9,570	17,393	17,167	23,800	31,465	39,426	46,943	56,322	34.4%
KEY PRODUCTS	399,261	465,538	465,251	533,448	610,855	691,589	779,819	927,566	15.1%
DECAPEPTYL	27,274	27,933	27,221	29,193	30,863	33,301	32,699	32,513	3.0%
ZOMACTON	26,473	32,851	33,174	35,395	38,627	41,366	43,885	45,071	8.3%
GLYPRESSIN/REMESTYP	17,791	17,963	18,932	21,263	23,442	25,447	27,055	28,033	8.4%
OCTOSTIM	2,743	5,566	4,832	5,805	6,128	6,424	6,727	7,162	17.3%
PROGRESS	4,293	5,553	5,352	6,382	7,116	7,632	8,145	8,702	12.5%
SUPPORT PRODUCTS	89,564	89,863	89,514	98,815	106,175	114,157	119,512	123,682	7.3%
OTHER PRODUCTS	31,896	30,992	32,768	35,831	41,438	48,049	58,875	70,572	14.2%
GRAND TOTAL	511,661	586,782	585,888	666,891	758,466	853,798	955,658	1,121,218	14.0%
Management Adjustments MEUR	Act 2002 BP03	Budget 2003 BP03	Forecast 2003 BP03	Estimate 2004 BP03	Estimate 2005 BP03	Estimate 2006 BP03	Estimate 2007 BP03	Estimate 2008 BP03	TOTAL 02-08
MINIRIN/DAVP	0	0	-2,000	-2,000	-13,000	-40,000	-60,000	-60,000	-167,000
PENTASA	0	0	-15,000	-20,000	-10,000	-5,000	-5,000	-60,000	-110,000
FERTILITY	0	0	-10,799	-10,000	-11,000	-11,000	-25,000	-15,000	-82,799
DEGARELX	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TRACTOCLE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KEY PRODUCTS	0	0	-27,799	-32,000	-34,000	-56,000	-80,000	-80,000	-389,799
DECAPEPTYL	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ZOMACTON	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GLYPRESSIN/REMESTYP	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OCTOSTIM	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PROGRESS	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SUPPORT PRODUCTS	0	0	0	0	-6,000	-3,000	0	0	-15,000
OTHER PRODUCTS	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GRAND TOTAL	0	0	-27,799	-32,000	-50,000	-69,000	-80,000	-80,000	-324,799
Management Sales Projections MEUR	Act 2002 BP03	Budget 2003 BP03	Forecast 2003 BP03	Estimate 2004 BP03	Estimate 2005 BP03	Estimate 2006 BP03	Estimate 2007 BP03	Estimate 2008 BP03	CAGR 02-08
MINIRIN/DAVP	140,300	167,295	166,965	197,608	198,730	186,678	193,795	206,126	5.6%
PENTASA	100,030	114,284	97,276	106,944	125,122	156,849	171,064	184,632	10.8%
FERTILITY	141,366	166,956	154,311	172,695	211,538	252,636	295,680	349,633	16.3%
DEGARELX	0	0	0	0	0	0	1,596	50,848	
TRACTOCLE	9,570	17,393	17,167	23,800	31,465	39,426	46,943	56,322	34.4%
KEY PRODUCTS	399,261	465,928	435,719	501,047	576,855	635,589	699,064	847,566	13.4%
DECAPEPTYL	27,274	27,933	27,221	29,193	30,863	33,301	32,699	32,513	3.0%
ZOMACTON	26,473	32,851	33,174	35,395	38,627	41,366	43,885	45,071	8.3%
GLYPRESSIN/REMESTYP	17,791	17,963	18,932	21,263	23,442	25,447	27,055	28,033	8.4%
OCTOSTIM	2,743	5,566	4,832	5,805	6,128	6,424	6,727	7,162	17.3%
PROGRESS	4,293	5,553	5,352	6,382	7,116	7,632	8,145	8,702	12.5%
SUPPORT PRODUCTS	89,564	89,863	89,514	98,815	106,175	114,157	119,512	123,682	7.3%
OTHER PRODUCTS	31,896	30,992	32,768	35,831	41,438	48,049	58,875	70,572	14.2%
GRAND TOTAL PROJECTION	511,661	586,783	558,000	634,894	718,466	798,798	875,658	1,041,218	12.0%
Last year's sales projection at BP02 rate	529,500	535,000	608,911	679,863	773,014	882,358	999,881		13.3%
Last year's sales projection at BP03 rate	496,776	501,936	569,403	637,946	725,240	827,836	938,006		13.3%
Diff vs LY Projection (currency)	-32,724	-33,064	-37,508	-42,917	-47,774	-54,522	-61,795		
Diff vs LY Projection (performance)	14,885	84,847	-11,402	-2,962	-6,774	-39,028	-42,420		
Objective (CAGR 15.3%)	511,661	586,783	589,769	679,801	783,577	903,195	1,041,073	1,200,000	15.3%
Objective at actual/budget rate	544,438	594,463							
GAP vs. objective:	N/A	N/A	-31,768	-44,907	-65,111	-114,397	-165,415	-158,782	
Projection in the updated BP scenario*	511,661	586,783	558,000	615,900	696,883	764,189	847,378	1,007,608	12.0%

* The updated BP scenario is based on USD = 0.90 Euro in 2003, and then USD = 0.83 Euro for 2004-2008.

4.5 PENTASA

Ferring will build a stronger gastroenterology franchise by maintaining PENTASA's market position as the second largest 5-ASA product. It will also be important to launch a complementary product, e.g. a steroid, for the treatment of moderate to severe IBD disease within the scope of the business plan. It is imperative to identify and start developing the next generation IBD treatment paradigm, which gradually will replace PENTASA long-term.

4.5.1 Objectives

- Achieve sales of € 185 Million by 2008 (€ 103 Million in 2002)
- Achieve 27% market share of the mesalazine segment by 2008 (20% in 2002)
- Have water-based micro-granules registered in all markets by 2008

4.5.2 Key Issues

- Defend ourselves against increasing doubt about the efficacy of 5-ASA for treatment of Crohn's Disease (CD)
- Increase the market share in UC
- Increase dosage and improve compliance
- Stabilise supply situation

4.5.3 Strategies and Actions

- Launch the 1 & 2 gram sachets and the 1 gram foam.
- Promote PENTASA's competitive advantages in order to increase awareness and acceptance
- Focus on increasing number of UC patients
- Increase dosage used for existing patients in both acute and maintenance treatment
- Get majority of new patients on high dosage PENTASA treatment
- Increase duration of treatment for existing patients
- Switch patients on competitor treatments to (high dosage) PENTASA treatment
- Leverage the evidence of the role of 5-ASA for colorectal cancer
- Ensure reliable supply

9 GROUP FINANCIALS

The following pages illustrate the consolidated financial projections for the Ferring Group 2004-2008, featuring the profit & loss statement, the balance sheet, the cash-flow statement, a summary of investments and an overview on the development of some key financial figures over time. They have been derived from a detailed top-down / bottom-up planning and review exercise conducted during the second quarter of 2003.

After careful consideration of the consolidated picture senior management has built-in an element of conservatism by lowering sales growth and adding in a couple of reserves on the cost side. The projections can therefore be regarded as a conservative to realistic assessment of Ferring's future.

The movement of foreign currencies has played an important role over the past couple of months. In particular the volatility of the USD and GBP in respect of the Euro has had a significant impact on a lot of multinationals including Ferring.

With an increasing portion of the business being generated in the United States this factor needed to be carefully considered when putting together this plan. As a consequence, a couple of scenarios have been developed in order to illustrate the exposure in respect of Cash flow and profit & loss on a Group level, resulting from major fluctuations of the rates for the USD and GBP.

The Business plan was originally put together under assumptions on currency rates set in January 2003 (USD = 0.90 Euro). Following the sharp decline of the USD against the Euro until completion of this document a different scenario (Updated Business Plan Scenario) has been chosen as most likely scenario. It assumes an average rate of USD = 0.90 Euro for 2003 and a rate of USD = 0.83 Euro for the years 2004-2008 which is more in line with today's' expectations. In addition alternative scenarios are provided in section 9.5 to indicate potential up- or downside.

9.1 GENERAL OBSERVATIONS AND KEY PRIORITIES

Having gone through another round of intensive discussions with the representatives from the markets and functions within the Group as part of this exercise it can be noted that the projections derived from last year's Business plan exercise did provide for a sound basis for the updated version which is re-assuring and proves consistency. The key priorities therefore remain unchanged as they were:

- a strong and successful marketing organisation
- a reliable and efficient manufacturing structure
- a well organized and focused R&D group
- cost awareness throughout the organisation

”

Med udgangspunkt i værdiansættelsesrapporten udarbejdet af Deloitte vars lede SKAT, at værdien af de overdragne aktiver ville blive fastsat til 1.028.000.000 kr.

Den 1. december 2009 fremsendte FAS indsigelser til SKAT, hvoraf det bl.a. fremgik, at selskabet havde involveret Ernst & Youngs transaction advisory service-afdeling til at bistå med de værdiansættelsesspørgsmål, som sagen rejste.

På baggrund af yderligere møder og dokumentation ændrede SKAT den 13. august 2010 FAS' skattepligtige indkomst, idet SKAT – i overensstemmelse med den tidligere varslings – ansatte værdien af de overdragne aktiver til

1.028.000.000 kr. Indkomsten blev samtidig flyttet fra indkomståret 2004 til indkomståret 2003, idet FAS havde tilkendegivet, at selskabet var enig i denne flytning.

Af SKATs afgørelse af 13. august 2010 vedrørende FAS fremgår bl.a. følgende under sagsfremstillingens punkt om ”Sagens faktiske forhold” :

”

3.1 Økonomiske resultater.

Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S (FAS) (DKK 1.000)

...

	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Modtaget royalty		57.881	48.249	727		
Omsætning incl. royalty	470.404	471.927	532.586	383.821	384.818	436.257
Produktionsomkostninger	-266.430	-299.229	-340.817	-384.903	-386.431	-398.030
Bruttoavance	203.974	172.698	191.769	-1.082	-1.613	38.227
<i>Bruttoavance i procent</i>	<i>43,4%</i>	<i>36,6%</i>	<i>36,0%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>8,7%</i>
Salgs- og markedsføringsomk.	-18.375	-20.817	-23.124	0	0	0
Forsknings- og udviklingsomk.	-85.212	-76.870	-90.290	-98	-11	0
Administrationsomk.	-32.292	-41.608	-36.663	-35.034	-21.590	-14.449
Resultat af ordinær primær drift	68.095	33.403	41.692	-36.214	-23.214	23.778
<i>Overskudsgrad</i>	<i>14,5%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,8%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>5,5%</i>

”

Den 29. oktober 2010 påklagede FAS SKATs afgørelse til Landsskatteretten.

Under sagens behandling ved Landsskatteretten blev der gennemført syn og skøn ved skønsmændene Skønsmand 1 og Skønsmand 2.

Af skønsmændenes besvarelse af 19. maj 2017 fremgår bl.a., idet bemærkes, at fodnoter er udeladt af citatet:

”

1. Skønsmændene bedes oplyse, hvad markedsværdien af de ved aftalen af 16. december 2003 overdragne aktiver efter deres skøn må anses at udgøre på overdragelsestidspunktet.

Skønsmændene bedes i den forbindelse redegøre for de forudsætninger, som de lægger til grund for deres værdiansættelse, hvilke forhold der er tillagt særlig betydning, og hvilken dokumentation der har ligget til grund herfor.

Markedsværdien af de ved aftalen af 16. december 2003 overdragne aktiver

I forhold til selve Discounted Cash Flow (DCF) værdiansættelsen, så ender vi med en værdi på DKK 574 mio. Vi har i Tabel 1 overordnet opsummeret, hvorledes vi er kommet frem til dette tal og sammenholdt disse beregninger med andre værdiansættelser fra sagsmaterialet. Detaljerne bag selve DCF værdiansættelsen af Enterprise Value (EV) fremgår af Bilag I til denne rapport, mens resten af denne rapport – specielt siderne 6-23 – redegør for detaljer og antagelserne bag DCF værdiansættelsen.

Tabel 1: Vores skønnede DCF værdi sammenholdt med andre DCF værdier (DKK mio.).

<i>DCF resultater</i>	Vores	SKAT (oprindelig)	SKAT (opdateret)	EY (unadj.)	EY (risk adj.)
1) EV (inkl. just for fabrik)	734	1024	1267	485	306
2) Nettoaktiver	219	219	219	0	0
3) Immaterielle aktiver=1)-2)	515	805	1048	485	306
4) Værdi skatteaktivet	59	223	276	62	40
Værdi af immaterielle aktiver=3)+4)	574	1028	1324	547	346
Relativ værdi skatteaktiv=4)/3)	11,5%	27,7%	26,3%	12,8%	13,0%
Henvisning	Denne rapport	Bilag 2.2	Bilag 2.17	Bilag 5.b, s. 117	Bilag 5.b, s. 119

Note: Tabellen opsummerer resultaterne fra vores DCF værdiansættelse af Enterprise Value (EV) for FAS og angiver, hvorledes værdien af de immaterielle aktiver er beregnet på basis heraf. Endvidere sammenholdes vores værdier og beregninger med de centrale andre værdiansættelser i sagsmaterialet.

Som det fremgår af besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål M, så er konklusionen på en værdiansættelse baseret på trading multipler, at værdien af de immaterielle aktiver ligger i intervallet DKK 370-839 mio. Tilsvarende viser besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål N, at værdien af de immaterielle aktiver ligger i intervallet DKK 425-820 mio., når værdiansættelsen i stedet er baseret på transaktions multipler. Disse værdier finder vi i rimelig grad bekræfter ovennævnte DCF værdi.

Efter vores bedste skøn baseret på disse resultater og en samlet vurdering af præmisser mv. for handlen, så udgør markedsværdien af de ved aftalen af 16. december 2003 overdragne aktiver i alt DKK 574 mio. I skønnet er der specielt taget hensyn til, at der er betragtelige FAS specifikke risici, som vil bevirke en signifikant discount i markedsværdien. Omvendt er der også grænser for, hvor stort et discount der kan gives blandt andet som følger af de betragtelige værdier, der er knyttet til royaltyindtægter.

I forhold til dette skøn vil vi her også gerne understrege, at vores udgangspunkt har været, at markedsværdien skal være en værdi, som både en uafhængig køber og sælger ville kunne have accepteret, jf. diskussionen heraf i punkt i. Markedsværdi – Fair market value. Dette er dog ikke uden udfordringer, da vi givet FAS' situation på tidspunktet for aftalens indgåelse kan være i tvivl om, hvorvidt der fandtes en uafhængig køber, der på det givne grundlag ville være villig til at betale en pris, der vil være så attraktiv, at FAS/Ferring vil sælge.

Det følgende gennemgår og knytter en række yderligere kommentarer hertil og gennemgår metodevalg og de centrale forudsætninger, som vi har lagt til grund for værdiansættelsen med DCF metoden.

Metodevalg

Vi finder, at en værdiansættelse i det foreliggende tilfælde må tage udgangspunkt i en DCF, og vi noterer os, at såvel Deloitte, EY samt SKAT er enige heri, jf. også besvarelserne herunder til det Supplerende spørgetema. Vi har i den forbindelse studeret de af SKAT og EY fremlagte DCF beregninger, som angivet specielt i materialet Bilag 2.17 og Bilag 5.b. Som det fremgår af vedlagte Bilag II og III, har vi endvidere selv genskabt disse beregninger for at sikre, at vi har den fornødne indsigt i såvel antagelser som detaljer bag disse beregninger.

Som det fremgår af vores argumentation for den skønnede værdi, har vi her lagt vægt på såvel resultaterne fra vores DCF analyse som fra en prisfastsættelse baseret på multipler. Detaljer og antagelser i relation til DCF analysen er gennemgået umiddelbart herunder, mens prisfastsættelsen med multipler er præsenteret som en del af svaret til Supplerende spørgetema, spørgsmål E, M og N. Valget af disse metoder begrundes i, at vi finder, at disse i 2003 vil have været de klart foretrukne modeller til fastlæggelsen af markedsværdien i det konkrete tilfælde, jf. også svaret til Supplerende spørgetema, spørgsmål A.

I forhold til selve værdiansættelsen med DCF ses der to lidt forskellige tilgange i materialet. SKAT/Deloitte værdiansætter hele FAS' virksomhed og fratrækker værdien af FAS' bogførte nettoaktiver. EY værdiansætter de immaterielle aktiver startende op fra scratch. Vi finder begge metoder som mulige tilgange til værdiansættelsen, og anvendt korrekt og konsistent skulle de to metoder i princippet give samme resultat. Endvidere er der os bekendt hverken teoretiske eller praktiske klare argumenter for at bruge den ene over den anden, hvilket vel også afspejles af, at Deloitte har anvendt førstnævnte, mens EY anvender sidst nævnte. Tilsvarende er der typisk ikke en eksplicit diskussion af valget mellem de to tilgange i gængse behandlinger af værdiansættelsesmetoder, jf. eksempelvis Brealey, Myers og Allen (2006).

Ud fra en samlet analyse og betragtning af de to metoder finder vi, at den af SKAT anvendte metode bedst tillader os at fokusere på de væsentligste faktorer og antagelser.

Ovenstående betyder omvendt, at vi har valgt ikke at inddrage payback metoden og Monte Carlo simulation som metoder til fastlæggelse af den ønskede markedsværdi. Det følgende knytter kort et par kommentarer hertil.

Kommentar til payback metoden

Payback metoden anvendes i forbindelse med investeringsbeslutninger og kan dermed i princippet godt indgå i forbindelse med værdiansættelse af aktiver/virksomheder. Som en egentlig værdiansættelsesmodel finder vi dog, at payback er behæftet med flere problemer og usikkerheder, jf. også diskussionen af metoden i eksempelvis Brealey, Myers og Allen (2006).

Endvidere er vi ikke før stødt på metoden som en egentlig værdiansættelsesmetode i den gængse litteratur om emnet, lige som vi selv ingen erfaring har med metodens anvendelse til værdiansættelse. Vi vil derfor ikke anvende denne metode i forbindelse med besvarelsen af de stillede spørgsmål.

Kommentar til Monte Carlo metoden

Monte Carlo metoden er bestemt anvendelig til kvantificering af usikkerhed på et værdiestimat og kan også anvendes til værdiansættelse, som det er gjort i EYs værdiansættelse. Efter vores skøn er det dog usandsynligt, at Monte Carlo metoden i 2003 ville være anvendt som et element i en konkret værdiansættelse.

Endelig skønner vi ikke, at Monte Carlo metoden vil forbedre validiteten eller præcisionen i vores værdiansættelse. Ud fra disse betragtninger har vi således undladt at bruge Monte Carlo metoden.

Forudsætninger for DCF

i. Markedsværdi – Fair market value

Vi vil her starte med at kommentere på og redegøre for, hvorledes vi har adresseret værdiansættelsen med udgangspunkt i markedsværdibegrebet. Det fremgår generelt af materialet og flere steder eksplicit, at værdiansættelsen skal ske med udgangspunkt i fair market value begrebet og dermed med en handel mellem to uafhængige parter som grundlag.

Dette finder vi dog umiddelbart som en stor udfordring, eftersom vi er i tvivl om, hvorvidt en uafhængig part på det givne grundlag og tidspunkt vil være villig til at betale en værdi, der vil være så attraktiv, at FAS/Ferring vil sælge. Dette eksemplificeres meget tydeligt ved, at vi ud fra en samlet vurdering godt kan opfatte EYs værdiansættelse på DKK 346 mio. som et bud på en værdiansættelse set fra et købersynspunkt, mens SKATs værdiansættelse på DKK 1324 mio. kan opfattes som et bud på den værdi, som FAS/Ferring i udgangspunktet vil kræve for at ville sælge.

Umiddelbart finder vi derfor, at det i stedet kunne have været relevant og mere hensigtsmæssigt, hvis det var muligt at bruge en tilgang baseret på 'Options Re

alistically Available', jf. OECD (1995) og diskussionen heraf i Parekh (2015). Eftersom vi ikke finder, at de modtagne skønstemaer åbner mulighed for en afvigelse fra fair market value, har vi valgt ikke at gå videre med analyser baseret på denne alternative tilgang.

Vi vil i stedet i det følgende præcisere vores tilgang og tilhørende antagelser i forhold til en fair market value tilgang.

Når man som i dette tilfælde således skal forsøge at fastsætte markedsværdien af de omhandlede immaterielle aktiver med udgangspunkt i en handel mellem to uafhængige parter, må det således forudsættes, at såvel FAS som en uafhængig potentiel køber er lige positivt indstillede på at nå frem til et kompromis på en værdiansættelse, som begge parter alt andet lige kan leve med. Med andre ord er vi stort set nødsaget til at forudsætte, at parterne er "tvunget" til at købe hhv. sælge for at nå frem til et sandsynligt estimat for markedsværdien.

I denne sammenhæng er det hypotetisk, da FAS/Ferring på transaktionstidspunktet ikke var i en situation, hvor de var "tvunget" til at sælge, ligesom der ikke fandtes nogen køber, der var "tvunget" til at købe.

Man kan spekulere på, om der overhovedet ville kunne findes potentielle uafhængige realistiske købere på tidspunktet for transaktionen. Umiddelbart er alle farmaceutiske virksomheder interesserede i at udvide deres sortiment og skaffe sig nye muligheder for profitabel indtjening. Her betyder mulige synergier, at jo større disse er, jo større interesse og jo højere pris, kan der betales. Selskaber, der allerede er i gastroenterologi-markedet ville kunne have god gavn af Pentasa. Men mange af disse ville, når de kom i gang med due diligence-processen, vurdere at de produktionsmæssige, formuleringsmæssige og regulatoriske udfordringer med tilhørende risici ville være prohibitivt store. Endvidere er det alene FAS, der skal handles med de begrænsninger, der potentielt ligger i aftalerne med Ferring International Center S.A. og ikke Pentasa world wide.

Et yderligere forhold, der kan vanskeliggøre salget i den givne situation, er eksistensen af asymmetrisk information. Uafhængig af FAS' situation som diskutert herunder i punkt xi, vil enhver køber være bekymret for, hvilke yderligere problemer FAS er løbet ind i/har indset, siden de sælger på dette tidspunkt uden der tilsyneladende er nogen god grund hertil. Som det er velkendt fra meget af den økonomiske/finansielle litteratur kan eksistensen af asymmetrisk information få ret negative konsekvenser eksempelvis for antallet af interesserede købere, og for den værdi som de vil tillægge FAS.

To mulige købere kunne eventuelt være de to licenshavere Shire (USA) og Nisshin (Japan). De er i markedet, og de kender produktet, og de kan producere produktet og har måske ledig kapacitet, eller de kan udvide deres kapacitet for

holdsvis hurtigt (relativt til at skulle starte forfra med en ny fabrik). Men ingen af de to selskaber havde på det tidspunkt hverken salg, marketing eller distributions set-up på markeder udenfor USA henholdsvis Japan, ligesom de heller ikke havde de nødvendige produktregistreringer og godkendelser for deres produkt i markederne uden for USA og Japan.

Selv om Shire og Nisshin ville være alternative ejere af Pentasa udenfor Ferring Group, er det nok ikke videre sandsynligt, at de ville være tilstrækkeligt interesseret. Man kan derimod vurdere, at Ferring Group er den absolut bedste (og i meget høj grad den eneste realistiske) ejer af Pentasa, og dermed dem for hvem produktet og de dertil knyttede immaterielle aktiver har den højeste værdi. De har endvidere kort før transaktionstidspunktet bevist deres store tiltro til Pentasa og Pentasas fremtid for Ferring Group gennem bestyrelsens beslutning om at investere i et nyt produktionsanlæg for Pentasa i Schweiz.

Selv om man rent hypotetisk kan analysere og argumentere sig frem til en markedsværdi mellem uafhængige og interesserede parter, er det som nævnt tvivlsomt, at en transaktion ville finde sted eftersom Ferring Group i den givne situation er eneste og bedst egnede ejer af de immaterielle aktiver.

Udover at vi ikke mener, der er indikationer på, at Shire eller Nisshin skulle være interesseret, så vil vi også finde det problematisk i det konkrete tilfælde at skulle bygge fastlæggelsen af markedsværdien på én bestemt køber. I vores værdiansættelse ender vi således med at lægge til grund, at der findes en uafhængig 3. part med tilsvarende profil og indstilling som Ferring.

ii. Diskonteringsrente

...

Markedsrisikopræmien skønner vi til 4,60%, der efter vores skøn svarer til niveauet for den i 2003 anvendte markedsrisikopræmie, jf. survey heraf foretaget af PwC. Dette synes også at være et rimeligt skøn i forhold til praksis, jf. også Plenborg (2000) og FSR (2002).

Værdien af Beta-aktiver skønner vi til 1,1, hvilket vi omhyggeligt har redegjort for under besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål G.

...

Tabel 2: WACC beregninger.

	SKAT	EY	Vores
Risikofri rente	4,50%	4,46%	4,46%
Markedsrisikopræmie	4,60%	5,00%	4,60%
Beta-egenkapital	1,14	1,11	1,10
Specifik risikopræmie*	2,50%	2,50%	2,50%
Egenkapitalomkostning	12,23%	12,51%	12,02%
Gældsrisikopræmie	1,50%	-	-
Marginal skattesats	30%	-	-
Gældsomkostning	6,00%	-	-
Egenkapitalandel	93,50%	100%	100%
WACC	11,71%	12,51%	12,02%

Noter: Tabellen angiver vores input til og beregninger af WACC for FAS. Endvidere angives de tilsvarende talværdier og beregninger af WACC som foretaget af SKAT, jf. Bilag 2.17, og EY, jf. Bilag 5.b, s. 112. *Der er her alene tale om en præmie for illikviditet.

...

iii. Salgsforventninger

For så vidt angår salgsforventningerne, der skal indgå i værdiansættelsen, vil sælger argumentere for, at forecast i Business Plan 2003 skal være gældende, jf. også diskussionen heraf under besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål F. Sælger vil have flere vægtige argumenter for dette. For det første er planen lavet som ”bottom-up” med efterfølgende reduktioner foretaget af ledelsen, hvorfor der er et stort ”buy-in” i organisationen. Med FAS egne ord er BP 2003 således baseret på ”an element of conservatism by lowering sales growth and adding in a couple of reserves on the cost side. The projections can therefore be regarded as a conservative to realistic assessment of Ferring’s future.”, jf. BP 2003, s. 109. For det andet har planen været behandlet i selskabets øverste ledelsesorgan i forbindelse med beslutning om investering i Schweiz. Det er på baggrund af Business Plan 2003, at bestyrelsen besluttede at investere i en ny fabrik mv. i Schweiz. For det tredje vil sælger argumentere og dokumentere, at selskabet generelt forecaster med rimelig stor nøjagtighed, jf. vores analyse heraf under besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål F.

Køber vil anerkende dette, men det er tvivlsomt, om køber i den givne situation vil acceptere en værdiansættelse, der bygger på en vækst, der ligger væsentligt over den, der allerede er realiseret de foregående år. Det er her værd at bemærke, at Pentasa anvendes i forbindelse med en kronisk sygdom, hvorfor der er et fremtidigt forbrug, som i høj grad er forudsigeligt, og derfor er det en velkendt metode, at man forecaster baseret på historiske data. Endvidere vil en køber alt andet lige kunne argumentere for, at BP 2003 indeholder alt for optimistiske forecast med henvisning til blandt andet Datamonitor, jf. også vores diskussion heraf under besvarelsen af Supplerende spørgetema, spørgsmål F.

Med tilsvarende vækst i salget som realiseret 2000 – 2003 og med budget 2004 som var kendt på transaktionstidspunktet ser salgsudviklingen for Pentasa, som vi skønner vil danne grundlag for værdiansættelsen, ud som angivet i Tabel 3.

Tabel 3: Vores skønnede vækstrater for omsætningen i FAS vedr. Pentasa.

År	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SKATs oprindelig, jf. Bilag 2.2	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%
SKATs justerede, jf. Bilag 2.17	9,9%	26,3%	16,1%	9,1%	7,9%	6,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%
EY, jf. Bilag 8.A	0,3%	11,3%	7,1%	4,1%	3,2%	2,0%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%
Vores	10,0%	12,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%

Note: Tabellen angiver vores skøn for væksten i FAS' omsætning af Pentasa som vi har redegjort for i dette afsnit. Vi har endvidere sammenholdt vores skøn med de værdier, der findes i sagsmaterialet (afrundet til procenter med en decimal).

I forlængelse af tabellen bemærker vi, at de modtagne ”Consolidated sales Pentasa” for 2000-2003 viser en gennemsnitlig vækstrate på 11,1%. Vi er klar over, at udviklingen for FAS' nettoomsætning i perioden 1999-2003 udviser en lidt lavere vækstrate, men skønner stadig ud fra en samlet betragtning, at de i Tabel 3 angivne tal for udviklingen vil være et rimeligt udgangspunkt for værdiansættelsen. Her har vi altså indlagt en forudsætning om, at væksten i FAS salg fremadrettet vil vokse på lige fod med salg til tredjemand.

iv. Tidshorisont og terminalværdi

Vi har som både EY og SKAT (og som det er standard) valgt at anvende en relativ lang tidshorisont i DCF beregningerne, men vi finder anledning til at justere i forudsætningerne for de værdier der knytter sig til den tidsperiode, der ligger udover 10 år.

Inden for farmaceutisk industri kan man som udgangspunkt på grund af den lange udviklingstid for nye produkter se 10 år frem. Det er i 2003 givet, at der ikke kommer produkter på markedet de næste 10 år, som vil udkonkurrere Pentasa. Men der vil være en risiko for, at der umiddelbart efter transaktionen kommer information om, at der er et nyt molekyle på vej til at blive til det lægemiddel, som kan erstatte Pentasa. En værdiansættelse vil således indlægge betragtninger om, at man kun vil indregne 10 år frem plus den tid der vil gå med at erstatte Pentasa 100%.

For at tage hensyn hertil i fastlæggelsen af markedsværdien har vi ladet væksten i omsætningen aftage mod 0% over den betragtede 10 årige periode, jf. Tabel 3. Herefter indlægger vi et årligt fald i omsætningen på 10% herefter.

...

vi. EBIT margin

For at vurdere de samlede konsekvenser af ovenstående antagelser betragtes her den EBIT margin, som vi ender med at anvende i DCF værdiansættelsen, jf. Tabel 5, der endvidere sammenligner med de EBIT marginer, der er anvendt i de andre værdiansættelser i materialet.

Tabel 5: EBIT marginer i de foretagne værdiansættelser.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gnsn.
SKATs oprindelige	17,3%	21,7%	25,5%	28,0%	31,5%	30,8%	30,4%	30,4%	25,2%	22,6%	20,1%	17,5%	14,9%	12,3%	9,7%	22,5%
SKATs opdaterede	21,0%	27,0%	31,4%	30,9%	38,4%	39,0%	36,0%	32,8%	27,6%	25,0%	22,4%	19,8%	20,0%	17,5%	15,0%	26,9%
EY	16,3%	17,6%	19,4%	17,8%	21,0%	20,5%	19,5%	19,3%	19,5%	19,4%	19,1%	18,9%	18,9%	21,4%	23,6%	19,5%
Vores	17,9%	21,6%	19,7%	19,8%	26,9%	26,9%	28,1%	25,4%	25,5%	25,5%	20,9%	19,3%	23,2%	21,2%	20,1%	22,8%

Note: Tabellen viser EBIT marginer beregnet på basis af EBIT efter royalties. Vi har endvidere sammenholdt med EBIT marginer beregnet ud fra sagsmaterialet (afrundet til procenter med en decimal). SKATs oprindelige er baseret på Bilag 2.2, SKATs opdaterede er baseret på Bilag 2.17, mens EY er baseret på Bilag 5.b.

Sammenfattende finder vi både niveau og udviklingen i EBIT marginerne i Tabel 5 rimeligt til fastlæggelsen af markedsværdien. Dette bygger vi både på ovenstående argumenter om, hvorledes en køber og sælger vil vurdere FAS' situation og de tilhørende risici og på, hvilke niveauer der haves hos sammenlignende virksomheder, jf. eksempelvis Bilag 7, s. 25 og Bilag 8, s. 18.

vii. Produktion og overtagelsen af rettighederne

I forhold til produktionen og en uafhængig tredje parts overtagelse af rettighederne er der yderligere et vigtigt forhold, som vi mener bør indgå i forhold til fastlæggelsen af en markedsværdi.

Uanset hvem køber end måtte være, vil der gå betydelig tid fra overtagelses tidspunktet til tidspunktet, hvor køber er i stand til at levere produkter til markedet fra egen produktion.

Vi lægger til grund, at køber skal bygge en ny fabrik med passende pilotfaciliteter. Sidstnævnte er nødvendigt for at overføre produktionen, for at udvikle de nødvendige metoder og forskrifter og for løbende at kunne lave line-ekstensioner og andre produktændringer. Dette er særligt vigtigt i et "branded generic" marked som Pentasa tilhører. Behovet for pilotfaciliteter er yderligere nødvendiggjort af FAS' mangelfulde produktionsdokumentation, metodebeskrivelser og -udvikling, jf. blandt andet Bilag 10.

Et skøn for tiden, der går inden køber har projekteret, bygget og valideret et nyt produktionsanlæg og dette efterfølgende er godkendt af de relevante myndigheder, samt at produkterne er godkendt til markedsføring, vil være 5–6 år.

Uanset hvem den uafhængige køber end måtte være, skal der etableres en produktleveringsaftale med FAS. Aftalen skal løbe frem til det tidspunkt, hvor køber er i stand til selv at levere til markedet, og aftalen skal regulere prisen på produkterne.

For køber er værdien af de immaterielle aktiver meget stærkt afhængig af sælgers evne til at levere de ønskede mængder til de ønskede tidspunkter i den af talte kvalitet. Sælgers manglende opfyldelse vil betyde tab af omsætning, tab af

kunder og tab af omdømme og dermed tab af værdi af aktiverne. Køber vil kræve, at der laves en aftale, hvor en betydelig del af betalingen, både vedrørende beløbet og tidspunktet, gøres afhængig af sælgers opfyldelse af leveringsaftalen.

Prisen på produkterne i leveringsaftalen repræsenterer et dilemma for både sælger og køber i lyset af en værdiansættelse efter DCF metoden. Sælger vil gerne have en høj pris i leveringsaftalen, og køber vil så kræve, at det er den samme pris, der skal indgå i DCF beregningen. Køber vil gerne have en lav pris i leveringsaftalen, og sælger vil så kræve, at det er den samme pris, der indgår i DCF beregningen.

Både køber og sælger ved, at FAS har en dårlig produktionsøkonomi i anlægget i Vanløse, men som nævnt vil en markedsværdi ikke være baseret på, at alle mulige fremtidige produktionsomkostningsforbedringer medregnes, eftersom disse forbedringer er teoretiske og ikke implementerede. Sælger ved også, at hvis priserne i leveringsaftalen kommer under de faktiske produktionsomkostninger, er der indbygget et disincentive i leveringsaftalen. Det skønnes derfor, at parterne vil aftale en leveringspris og en tilsvarende produktionspris til brug for DCF beregningerne som stort set svarer til det faktiske omkostningsniveau for produktionsprisen på tidspunktet for transaktionen, jf. ovenstående fastlæggelse af produktionsomkostninger mv.

Det er således vigtigt at understrege, at dette forhold vil blive opfattet som endnu en specifik risiko set fra købers side.

...

ix. Royalties fra Shire og Nisshin

I vurderingen af royaltyindtægter fra hhv. Nisshin og Shire er der ikke fremlagt detaljerede historiske betalinger for en længere årrække, hvilket ellers ville have været et relevant grundlag for en fremskrivning. Det følgende beskriver, hvorledes vi har skønnet royaltyindtægterne.

Shire

Royalty grundlaget i USA er iflg. Shires offentliggjorte regnskaber steget fra \$51,8 mio. i 1999 til \$99,3 mio. i 2003 svarende til en årlig stigning på 18%, jf. Bilag 6, s. 25. Til sammenligning er FAS' salg af Pentasa i perioden 2000 til 2003 steget fra €81 mio. til €112 mio. i 2003 svarende til en årlig stigning på 11%. Vi har forgæves bedt om prisoplysninger på Pentasa i USA, bl.a. for at vurdere i hvilket omfang stigningen i royaltygrundlaget skyldes prisstigninger, og i hvilket omfang det skyldes øget salg i perioden.

Det er ikke sandsynligt, at en armslængde værdiansættelse vil anvende et royaltgrundlag, der forudsætter, at den forudgående høje vækst fortsætter, når denne er så meget højere end den generelle udvikling. Tilsvarende er det heller ikke realistisk, at en sådan værdiansættelse vil inkludere eventuelle nye, endnu ikke markedsførte produkter i værdigrundlaget. Vi skønner derfor, at værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i en vækst, der er identisk med den generelle vækst i Pentasa salget, som er skønnet i Tabel 3.

Selskabet har fremlagt royaltygrundlaget for Shire i 2003 som svarende til DKK 634 mio., jf. Bilag 7, s. 8. Endvidere skønnes det, at royaltysatsen mest rimeligt vil være 2% (eller mere nøjagtigt 1,9%, jf. Bilag 2, s. 82) gennem hele perioden idet det alene er 4%-satsen der er bestridt. Endvidere skønnes det, at en beregning af markedsværdien bør baseres på en stigning i royalty svarende til stigningen i salget af Pentasa generelt, jf. herover.

Licensindtægterne fra Shire USA kan derfor skønnes som angivet i Tabel 6.

Tabel 6: Beregning af royalties fra Shire og Nisshin (beløb i DKK mio.).

Shire	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Skønnet vækst i omsætning	10,0%	12,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%
Omsætning	697,4	781,1	859,2	927,9	992,9	1052,5	1094,6	1116,5	1138,8	1138,8
Skønnet sats	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
Skønnet royalties	13,3	14,8	16,3	17,6	18,9	20,0	20,8	21,2	21,6	21,6
Nisshin	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Skønnet vækst i omsætning	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%
Omsætning	653,8	699,5	748,5	797,2	849,0	899,9	935,9	954,6	973,7	973,7
Skønnet sats	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	1,66%	1,66%	1,66%
Skønnet royalties	27,1	29,0	31,1	33,1	35,2	37,3	38,8	15,8	16,2	16,2
Shire+Nisshin	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Samlet skønnet royalties	40,4	43,9	47,4	50,7	54,1	57,3	59,6	37,1	37,8	37,8

Note: Tabellen angiver vores skøn for royalties fra Shire og Nisshin, og hvorledes vi har beregnet disse skøn. Der tages i begge tilfælde udgangspunkt i omsætningen for 2003, jf. Bilag 7, s. 8.

Nisshin:

Væksten i royalty indtægten fra Nisshin i Japan er mere begrænset idet det rapporteres, at indtægten er steget fra DKK 22,2 mio. i 2001 til DKK 25,4 mio. i 2003, jf. Bilag 6, s. 25. Den lavere vækst synes også at understøttes af diskussionen af markedssituationen i Japan, jf. Bilag 5.b, s. 82. Vi skønner derfor, at en fastlæggelse af markedsværdien vil tage udgangspunkt i denne lavere vækst, og ikke indregne de forhandlinger, der på overdragelsestidspunktet pågår med Nisshin, ligesom den heller ikke vil inkludere potentielle fremtidige produktintroduktioner.

Et skøn for fremskrivning af licensindtægterne fra Japan ser derfor ud som angivet i Tabel 6, idet DKK 611 er anvendt som royaltygrundlaget for 2003, jf. Bilag 7, s. 8. Dermed skønner vi, at beregningen af markedsværdien bør baseres på de totale licensindtægter som ligeledes er angivet i Tabel 6.

Til brug for specielt DCF værdiansættelsen har vi også brug for skøn over udviklingen i royalties udover år 2013. Her benytter vi samme vækst i omsætningen som angivet for Pentasa i Tabel 3 og punkt iii og iv.

x. Justering for omkostninger til fabrik

Givet situationen hos FAS og specifikt på fabrikken i Vanløse er vi overbeviste om, at der i alle tilfælde er behov for at investere i en ny fabrik – og dette uafhængigt af om en uafhængig 3. part køber de immaterielle aktiver ud af FAS. Derfor finder vi det i alle tilfælde relevant at inddrage de forventede omkostninger til denne fabrik i fastlæggelsen af markedsværdien af de immaterielle aktiver. Vi skønner, at det af FAS fremlagte estimat for omkostninger til en ny fabrik på DKK 300 mio. er et rimeligt skøn for disse omkostninger, jf. også Bilag 7, s. 23.

Det er tilsvarende vores skøn, at en uafhængig 3. part i samme ombæring vil investere i tilhørende pilotfaciliteter. Her skønner vi, at DKK 50 mio. er et rimeligt estimat for omkostninger til sådanne pilotfaciliteter, jf. Bilag 5.b, s. 104 og Bilag 7, s. 23.

Da disse omkostninger i alle tilfælde skønnes at være en forudsætning for fremadrettet at kunne producere og dermed sælge Pentasa som hidtil, finder vi det nødvendigt at tage hensyn hertil i alle de foretagne værdiansættelser. Vi finder dermed ikke, at de vil kunne udelades med et argument om, at fabrikken ”skaber selvstændigt yderligere værdi”. Omvendt skal man også være opmærksom på ikke både at medregne omkostningerne til en ny fabrik og samtidig argumentere for længerevarende høj risiko som følge af problemer med produktionen i Vanløse.

xi. FAS specifikke risici

I EYs værdiansættelse indgår en længere diskussion af og justering for en række FAS specifikke risici, jf. Bilag 5.b, s. 94-109, 118-120. Som vi har redegjort for i ovenstående afsnit om Metodevalg, har vi af flere grunde valgt ikke at genskabe EYs Monte Carlo simulationer til analysen af disse specifikke risici. Dette betyder dog ikke, at vi finder alle disse risici irrelevante i forbindelse med værdiansættelsen. Det følgende vil derfor diskutere vores vurdering af de forskellige risici og kort redegøre for, hvorledes vi i givet fald har taget hensyn hertil i vores værdiansættelse.

Vi bemærker hertil, at EYs betegnelser for de forskellige FAS specifikke risici skifter lidt afhængigt af, hvor de er listet. Dette gør desværre, at vi kan komme lidt i tvivl om beregninger og diskussionerne heraf i Bilag 5.b. Endvidere gentager problemet sig i eksempelvis SKATs diskussion af EYs værdiansættelse, jf.

Bilag 7, s. 31, Vi har dog antaget, at det er overview (tabellen til venstre på siden) eksempelvis på s. 94 og 120, at der er fejl i, specielt mht. angivelsen af Event 3. Med andre ord vil vi i det følgende bruge overskrifter og definitioner fra de afsnit, hvor de er beskrevet i Bilag 5.b, s. 97-109 og herunder antage, at EYs Value bridge s. 120 også er baseret på disse.

FAS specific risk 1: Ongoing customer service risk as a result of continuous process re-engineering and trial and error testing.

Data viser at 69,7%, 67,6% og 45,9 % af ordrene i hhv. 2001, 2002 og 2003 blev imødekommet. Der er ikke dokumenteret tab af markedsandele eller mistet salg som følge af den lave customer service rating. På trods af problemerne med produktionen er det alligevel lykkedes for FAS/Ferring at øge omsætningen med mere end 10% årligt i perioden. (Consolidated Sales Pentasa 2000-2003 e-mail 28-7-2016 fra Person 1). Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at importører og distributører automatisk øger deres ordrer, når de oplever, at der er leveringsproblemer. Dvs., at det ikke kan konkluderes, at manglende opfyldelse af ordrer svarer til manglende salg til patienterne og dermed ændret markedsandel.

Customer service level er ikke defineret i detaljer. Hvis det antages, at definitionen er, at ordren ikke opfyldes som kunden har ønsket – både mht. tid og kvantitet – skal der yderligere oplysninger til for at kunne estimere, om der er sammenhæng mellem manglende salg, tabt markedsandel og customer service level e.g. hvor lang tids forsinkelse på leverancer af restordrer etc.

Skulle der opstå leveringsvanskeligheder kan disse til en vis grad genetableres da patienterne – eftersom det er et brandloyal marked – vil ”hamstre” og øge deres lager og samme tendens vil blive observeret hos grossister såvel som importører. Selv om der er en risiko for produktionsstop som angivet til 15% 10% og 5% i årene 2004, 2005 og 2006 er den resulterende nedgang i salget på 10% i volumen et arbitrært skøn, der ikke baserer sig på historiske data eller detaljerede forudsætninger. Sælger vil argumentere, at der ikke er mistet salg som følge af customer service level. Køber vil argumentere, at der er en øget risiko for at miste salg og at miste omdømme ved manglende leverancer.

Eftersom der ikke er dokumenteret noget tabt salg forekommer 10% at være for højt, men det kan ikke forventes at køber vil acceptere mindre.

Samlet er det vores skøn, at vi har taget hensyn hertil primært ved at reducere de ellers angivne omsætningsstigninger i BP 2003 betragteligt, så de stort set svarer til den historiske vækst, som FAS har været i stand til at servicere, jf. diskussionen herover under punkt iii. I forhold til effekten på værdien af den af os foretagne justering så diskuteres den afsluttende herunder.

FAS specific risk 2: Production shutdown at Vanløse or PENTASA recall as a result of an adverse regulatory inspection.

Vores vurdering er, at der er stor sandsynlighed for, at Sundhedsstyrelsen (og andre tilsvarende myndigheder fra lande udenfor Europa undtaget USA) vil komme på inspektion indenfor en 3 årig horisont. Det er ligeledes vurderingen, at produktionen i Vanløse er ude af god kontrol, jf. specielt Bilag 9 og 10.

Det er meget lidt sandsynligt, at nogle myndigheder vil kræve tilbagekaldelse af produkter, eftersom der ikke er rapporteret om bivirkninger eller manglende effekt af produkterne, som kan føres tilbage til problemerne i produktionen.

Det er ligeledes usandsynligt at myndighederne vil kræve et produktionsstop – igen pga. at der ikke er en umiddelbar fare for patienterne.

Det antages som sandsynligt, at FAS har fulgt op på eventuelle observationer og påtaler fra tidligere inspektioner. Dette har betydning, da myndighederne vil finde det utilfredsstillende, hvis FAS ikke skulle have forbedret på de mangler, der er blevet påpeget ved det seneste besøg – og dermed vil dette formentlig være en forudsætning for at få en godkendelse til fortsat produktion.

Ved en kommende inspektion er FAS bedre rustet end tidligere, eftersom FAS har en plan for betydelige forbedringer. Der arbejdes med en ny metode, ny API og mest vigtigt: Der er truffet beslutning om en helt ny fabrik og produktionsanlæg med – må vi stærkt formode – tilhørende pilotfaciliteter. Det er en dedikation til forbedringer, som regulatoriske myndigheder vil acceptere, og derfor anses et produktionsstop for værende meget lidt sandsynligt – specielt da der ikke er en umiddelbar fare for patienterne.

Sælger vil således argumentere, at med opfølgning fra tidligere inspektioner og med planer for ændringer samt bygning af helt ny fabrik sammenholdt med fravær af bivirkninger og evt. manglende effekt som kunne relateres til produktionsproblemer, plus at der er tale om et vigtigt lægemiddel med relativ stor markedsandel i et kronisk marked med høj brand loyalty, er der ingen risiko for at myndighederne kræver tilbagekaldelse af produkter endsige kræver et produktionsstop.

Køber vil argumentere, at selv om der er en beslutning om at bygge en ny fabrik, og selv om der ikke er bivirkninger etc. er der fortsat en vis risiko.

Samlet er det vores skøn, at vi i tilstrækkelig grad har taget hensyn hertil på følgende vis. For det første har vi både fratrasket værdien af de nuværende nettoaktiver og de fulde omkostninger til en ny fabrik inkl. pilotfaciliteter i forbin

delse med beregningen af værdien af immaterielle aktiver, jf. Tabel 1. For det andet har vi antaget relativt høje produktionsomkostninger med udgangspunkt i det aktuelle niveau for FAS, jf. diskussionen herover under punkt v. I forhold til effekten på værdien af den af os foretagne justering så diskuteres den afsluttende herunder.

FAS specific risk 3: Issues relating to the change from alcohol based production to water based production.

Ferring har bragt sig/(er bragt) i en kompliceret situation: Skift af API-leverandør og ændrede specifikationer på API samt skift af metode fra alkohol baseret til vandbaseret uden tilstrækkelig dokumentation af processen i en nedslidt produktionsenhed uden pilotfaciliteter. De anførte risici og sandsynligheder forekommer derfor rimelige.

Samlet er det vores skøn, at vi også har taget hensyn hertil ved at fastholde relativt høje produktionsomkostninger med udgangspunkt i det aktuelle niveau for FAS, jf. diskussionen herover under punkt v. I forhold til effekten på værdien af den af os foretagne justering så diskuteres den afsluttende herunder.

FAS specific risk 4: Building a new plant and obtaining regulatory approvals for the new plant and the ability to tech transfer PENTASA.

Vi finder som udgangspunkt også disse risici for relevante. Selv om vi ikke finder, at alle de fremførte argumenter er lige relevante skønner vi, at effekter og sandsynligheder er rimelige.

Samlet er det vores skøn, at vi også har taget hensyn hertil ved at medregne de fulde omkostninger til en ny fabrik og samtidig kun medregnet en meget begrænset del af de forventede gevinster ved investeringen i den nye fabrik, jf. diskussionen herover under punkt v. og x. I forhold til effekten på værdien af den af os foretagne justering, så diskuteres den afsluttende herunder.

FAS specific risk 5: Doubts about the efficacy of PENTASA in Crohn's disease (CD) and the possibility of regulators taking away or challenging the CD indication.

Vi skønner alt andet lige, at det er rimeligt usandsynligt, at den situation skulle indtræffe.

Myndighederne har ikke noget incitament til at fjerne indikationen for Crohn's Disease: Pentasa repræsenterer et billigt alternativ til meget dyrere nye biologiske produkter. Pentasa har ingen eller kun moderate bivirkninger. Selv om den videnskabelige dokumentation er svag, er der mange anekdotiske data, der

støtter, at Pentasa er et virksomt lægemiddel i forbindelse med behandling af CD, jf. Bilag 5.b, s. 51 og Bilag 5b.6.

Der ville endvidere komme stærk modstand fra lægerne. De har erfaringer med, at Pentasa virker på nogle patienter og med en moderat bivirkningsprofil i forhold til eksempelvis kortikosteroider. Der er endda så stor tiltro og kendskab til produktet, at det ordineres "off label" i en række lande, hvor det ikke er registreret med Crohn's Disease som indikation, jf. Bilag 5.b, s. 51 og Bilag 5b.6.

Der ville også komme stærk modstand fra patienterne, eftersom det hjælper på nogen, og de vil derfor ikke opgive produktet. Dette understreges af, at de ikke engang ønsker at deltage i kliniske afprøvninger, da de så risikerer, at skulle have placebo i stedet.

Det er kendt, at det ikke er muligt at lave kliniske afprøvninger, der giver et statistisk signifikant resultat, eftersom det ikke er muligt at identificere mere specifikt, hvilke patienter det vil virke på, og derfor er "trial and error" en accepteret metode. Endvidere er det yderligere muligt, når pris og bivirkninger er lave som tilfældet er for Pentasa.

Risikoen for, at CD-indikationen skulle mistes og omsætningen falde som konsekvens heraf, anses for så lav, at vi i den samlede vurdering skønner, at der ikke skal foretages en selvstændig større hensyntagen hertil.

Med andre ord er det således vores skøn, at denne risiko ikke selvstændigt bevirker en justering af markedsværdien udover de generelle justeringer af de ellers angivne omsætningsstigninger i BP 2003, vores justeringer af vækstraterne udover den betragtede 10 års periode samt investeringer i forskning og udvikling, jf. punkt v.

FAS specific risk 6: Loss of market share for PENTASA as a result of a shrinking and increasingly genericized 5-ASA market and the emergence of newer IBD therapies (Life cycle decline).

EY har ikke inddraget dette i Monte Carlo analysen af de FAS specifikke risici. Vi vil derfor ikke kommentere specifikt på denne risiko her, eftersom vi mener, at vi allerede har inddraget denne i fastlæggelsen af forventningerne til fremtidig salg mv., jf. specielt punktet om den anvendte tidshorisont og Pentasas forventede levetid under punkt iv. Tidshorisont og terminalværdi.

Samlet om de FAS specifikke risici

EY har analyseret den relative effekt af disse FAS specifikke risici i deres værdiansættelse ved præsentationen af en Value bridge, jf. Bilag 5.b, s. 120. Som det

fremgår af vores behandling af de FAS specifikke risici mener vi, at vi – hvor relevant – har taget hensyn til disse risici igennem fastlæggelsen af antagelserne til DCF beregningerne, idet vi har skønnet, hvorledes en markedsværdi vil skulle fastlægges ved en transaktion mellem en uafhængige køber og sælger.

For at illustrere dette, har vi i det følgende estimeret størrelsen af vores risikostørrelser i værdiansættelsen.

Til illustrationen har vi taget udgangspunkt i SKATs værdiansættelse, jf. Bilag 2.17 og Bilag II, men med de antagelser vi specifikt har gjort omkring diskontoreringsrente, royalties, pilotfaciliteter, arbejdskapital og investeringer i anlægsaktiver. Dette begrundes med, at vi ser disse som relevante i udgangspunktet for en fastlæggelse af en markedsværdi af FAS, uden at vi opfatter disse som egentlige justeringer i forhold til at adressere de FAS specifikke risici. De nævnte ændringer betyder, at vores udgangspunkt er DKK 1089 mio. i stedet for SKATs DKK 1285 mio.

Ændrer vi herefter antagelserne vedr. vækst i salget af Pentasa, Produktionsomkostninger og Forsknings- og udviklingsomkostninger ender vi med den i Tabel 1 Enterprise (DCF) værdi på DKK 734 mio. Med andre ord har disse justeringer primært i forlængelse af de FAS specifikke risici betydet et fald i markedsværdien på DKK 335 mio. svarende til 33%. Omregnes denne discount til en justering af den anvendte diskonteringsrente svarer dette til en implicit risikopræmie på 5,3% for de FAS specifikke risici.

Sammenlignet med andre afkastkrav for relativt risikable investeringer finder vi, at denne risikopræmie er rimelig. Risikopræmien kan endvidere sættes i perspektiv ved at betragte betydningen af den samlede selskabsrisiko for WACC, jf. fodnote 15. Fra www.damodaran.com fås, at total-beta for 'drug companies' i 2003 er estimeret til 3,75. Dette tilsiger, at den relevante risikopræmie for den samlede risiko (altså udover den systematiske) vil udgøre $(3,75 - 1,10) \cdot 4,6\% = 12\%$.

Vurderet samlet i forhold til såvel EYs justering af værdien baseret på de FAS specifikke risici og i forhold til den implicitte risikopræmie er det vores skøn, at dette svarer til en passende justering for markedsværdien baseret på de gennemgåede FAS specifikke risici. Dette igen under hensyntagen til det tidligere nævnte præmis om, at markedsværdien skal være en værdi, som både køber og sælger ("tvunget") vil kunne acceptere. Af hensyn til køber mener vi, at en betragtelig discount for risici og som konsekvens af asymmetrisk information er nødvendig. Omvendt finder vi ikke, at denne discount kan være større af hensyn til, at køber også alt andet lige skal være villig til at acceptere handlen.

Vi finder ikke, at skattefordelen er behandlet helt klart i det fremlagte materiale. Baseret på vores forståelse af skattefordelen må følgende være gældende herom. For det første kræver det en egentlig handel for, at skattefordelen kan udløses. For det andet vil den eksakte værdi af skattefordelen afhænge af købers skatteforhold mv.

Dette betyder, at vi finder det relevant at inddrage den potentielle skattefordel knyttet til handlen i værdiansættelsen. Vi har dog svært ved at se, at man i den givne situation uden videre kan argumentere for, at hele denne (teoretiske) værdi skal tilfalde sælger. Dette vil kun ske i det tilfælde, at der er udbredt konkurrence blandt købere om at købe aktivet, og hvor denne konkurrence vil øge markedsværdien til at afspejle hele skattefordelen.

Da sidstnævnte ikke er tilfældet i den konkrete situation, finder vi det ikke rimeligt, at en markedsværdi vil afspejle den fulde værdi af skattefordelen. I stedet skønner vi, at en ligelig fordeling af denne værdi mellem køber og sælger vil være realistisk. Det forhold, at skattefordelen potentielt kan have en endnu mindre værdi for nogle købere synes kun at understøtte dette argument.

Givet strukturen for beregningen af skattefordelen kan det vises, at den relative størrelse i forhold til både værdien af aktivet før og efter indregning af skattefordelen er konstant, og alene afhænger af, hvor stor en andel af skattefordelen, der indregnes og diskonteringsrenten (i det afskrivningsperioden er antaget at være fast 7 år). Med ovenstående antagelser om kun at indregne 50% af skattefordelen og den af os skønnede diskonteringsrente kan det ligeledes vises, at Værdien af skatteaktivet udgør 11,54% af Værdien af de immaterielle aktiver (før skatteværdien). Dette illustreres med et eksempel i Tabel 7.

Tabel 7: Konsistent beregning af værdien af skatteaktivet, TAB.

a) Værdi af immaterielle aktiver (før skatteværdien)	100,00							
b) Indregnet værdi af skatteaktivet = 11,54% af a)	11,54							
c) Værdi af immaterielle aktiver = a) + b)	111,54							
Beregninger af total værdi af skatteaktiver								
Årlige afskrivninger = c) / 7	15,93							
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Skatteværdien af afskrivningen (30% skat)		4,78	4,78	4,78	4,78	4,78	4,78	4,78
Diskonteringsfaktor (WACC 12,02%)		0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48
Samlet værdi af skatteaktivet	23,07							
Dermed er 50% af værdien af skatteaktivet	11,54							

Note: Tabellen betragter et simpelt eksempel, hvor værdien af de immaterielle aktiver før indregning af værdien af skatteaktivet er 100. For dette eksempel illustreres det, at hvis værdien af de immaterielle aktiver kun indregner 50% af det egentlige skatteaktiv, da udgør værdien af denne kun 11,54% af de immaterielle aktiver (før indregning af værdien af skatteaktivet).

Med udgangspunkt i ovenstående skøn samt Tabel 7 vil vi når relevant i det følgende, indregne værdien af skatteaktivet ved at lægge 11,54% til den beregnede værdi af de immaterielle aktiver før indregning af værdien af skatteaktiver.

xiii. Nettoaktiverne

Vi skønner, at primo 2003 tallet for Capital employed (CE) med rimelighed kan anvendes som værdien af de nettoaktiver, der ikke indgår i handlen. Det betyder, at vi som værdi af nettoaktiverne anvender DKK 219,3 mio., jf. Bilag 2, s. 24 og Bilag 6.A, s. 17.

- 2. Skønsmændene bedes oplyse, i hvilket omfang skønsmændene ved besvarelsen af spørgsmål 1 har anvendt de forudsætninger, metodevalg, skøn mv., der er anvendt af Ernst & Young i værdiansættelsen af 16. marts 2012, ligesom skønsmændene - i det omfang skønsmændene måtte være uenige i de forudsætninger, metodevalg, skøn og konklusioner, der er anvendt af Ernst & Young - bedes redegøre nærmere herfor.**

Som det fremgår af vores redegørelse for forudsætninger mv. under spørgsmål 1 herover har vi inddraget forudsætninger, metodevalg, skøn mv., der er anvendt af EY i værdiansættelsen af 16. marts 2012 ligesom vi har inddraget tilsvarende fremført af SKAT/Kammeradvokaten sammen med anden tilgængelig information og egne erfaringer mv. i vores skøn. Vi håber, at ovenstående og det følgende samlet giver en tilstrækkelig redegørelse for de forudsætninger, metodevalg, skøn og konklusioner, hvor vi i vores værdiansættelse afviger fra EY, og vores argumenter for disse afvigelser.

...

- A. Syns- og skønsmændene anmodes om overordnet at redegøre for, hvilke(n) model(ler) der på overdragelsestidspunktet (ultimo 2003) var de foretrukne ved værdiansættelse af virksomheder, herunder af en virksomheds aktiviteter.**

De foretrukne modeller til værdiansættelse af aktiver/virksomheder

Ved en konkret værdiansættelse vil man typisk søge at anvende flere forskellige metoder til værdiansættelse i forventningen om, at disse hver især tilgår værdiansættelsen på forskellige vis og dermed bidrager med nuancer til denne.

Vi finder, at de to foretrukne typer af modeller til værdiansættelse af virksomheder ultimo 2003 var fundamentale prisfastsættelser som Discounted Cash Flow (DCF) og relative prisfastsættelser som multipler. I et tilfælde som det her betragtede, hvor der allerede haves indtjening og dermed cash flow knyttet til virksomhedens aktiviteter, må det forventes, at der tillægges begge metoder en vis vægt i værdiansættelsen, og det må forventes, at de foretrukne multipler vil være Sales-multipel (EV/Sales) og især EBITDA-multipel (EV/EBITDA) og EBIT-multipel (EV/EBIT).

Baseret på vores erfaringer og den litteratur om emnet, som vi har studeret, er vi således overbeviste om, at DCF og multipler vil være at opfatte, som de klart mest foretrukne metoder til værdiansættelse, og begge vil blive anvendt i et hvert seriøst forsøg på at beregne en markedsværdi i en situation som den her betragtede. Dette fremgår blandt andet af behandlingen af emnet værdiansættelse i Plenborg (2000), FSR (2002) samt i gængse lærebøger såsom Brealey, Myers og Allen (2006) og Koller m.fl. (2005).

...

D. Såfremt syns- og skønsmændene finder en anden metode til værdiansættelse af FAS' immaterielle aktiver mere velegnet, anmodes syns- og skønsmændene om at redegøre nærmere herfor. -

Som nævnt under spørgsmål C finder vi, at de grundlæggende anvendte metoder er velegnede til værdiansættelsen af FAS' immaterielle aktiver. Der findes andre alternative metoder, jf. spørgsmål A herover, men som nævnt tidligere vurderer vi hverken, at disse vil være mere velegnede eller hjælpe med en belysning af værdiansættelsen udover, hvad de allerede anvendte metoder er i stand til.

En kommentar fra tidligere vil vi dog kort gentage her. Som det fremgår af vores redegørelse under svaret til Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit i. Markedsværdi – Fair market value), er vi i tvivl om, hvorvidt en værdiansættelse på grundlag af en transaktion mellem to uafhængige parter er den mest hensigtsmæssige tilgang til værdiansættelsen i det foreliggende tilfælde. Dette skyldes, at det ikke virker ret sandsynligt, at en uafhængig køber på det givne grundlag og tidspunkt vil være villig til at betale en sum, der vil være så attraktiv, at FAS/Ferring vil sælge. Vi har som nævnt diskuteret dette i yderligere detaljer under svaret til Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1, men rejser her igen spørgsmålet, om ikke det i stedet ville have været relevant og mere hensigtsmæssigt at bruge en tilgang baseret på 'Options Realistically Available'.

E. Finder syns- og skønsmændene, at en værdiansættelse på baggrund af multiple er velegnet, anmodes syns- og skønsmændene om at oplyse om eventuelle sammenlignelige handler/selskaber, som syns- og skønsmændene har kendskab til, samt til at redegøre for ligheder og forskelle til FAS. -

Generelt om multipler

Som nævnt tidligere under både svaret til Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit Metodevalg) og svaret på spørgsmål A herover finder vi, at en fastlæg

gelse af en markedsværdi i det konkrete tilfælde også vil inddrage resultater fra forskellige multipler, der både kan tage udgangspunkt i udvalgte sammenlignelige handler/selskaber og potentielt også i et industri-gennemsnit. Vi har i vores værdiansættelse til besvarelse af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 inddraget disse tilgange og detaljerne fremgår af svaret på spørgsmål M og N.

Endvidere er det vigtigt, at man er forsigtig med anvendelsen af multipler og specielt ikke overfortolker på de estimerede værdier der opnås ved en sådan værdiansættelse. Der vil typisk være en lang række forhold der tilsiger, at nogle virksomheder/aktiver handler til en anden multipel end andre virksomheder/aktiver. Specielt forhold omkring risiko, performance, effektivitet, ledelse og vækstmuligheder kan have stor betydning for multipler på tværs af virksomheder/aktiver selv indenfor samme industri. Derfor bør man betragte en række forskellige typer multipler, estimere de relevante multipler på forskellig vis og så vidt muligt bruge multiplerne for flere år.

Som det ses af vores besvarelse af spørgsmål M og N har vi netop anvendt denne tilgang og endvidere suppleret med relevante gennemsnitlige multipler på industriniveau i forbindelse med fastlæggelsen af vores skøn.

Givet ovenstående er det endeligt vigtigt, at man på basis af en DCF værdi og de fremkomne værdier fra multipler foretager en samlet vurdering heraf.

Sammenlignelige handler/selskaber

I forhold til valget af sammenlignede handler/selskaber har vi nøje gennemgået det fremlagte materiale og herunder specielt de analyser heraf, som EY har fremlagt, jf. blandt andet Bilag 5.b og Bilag 2.0 (Annex 8). Her er vores generelle vurdering, at disse handler/selskaber er relevante som sammenlignelige med FAS. Specielt er de alle at betragte som medicinalprodukt-handler og -selskaber lige som FAS. Vi har således ikke kendskab til yderligere sammenlignelige handler/selskaber, men har verificeret oplysningerne og foretaget vores skøn på basis af indhentning af en række yderligere industrigennemsnit, jf. igen svaret på spørgsmål M og N.

I forhold til de i materialet betragtede handler/selskaber, så finder vi dermed generelt, at disse er relevante som udgangspunkt for en værdiansættelse med multipler. Det er generelt umuligt at finde perfekte match, og for de her betragtede handler/selskaber er det heller ikke tilfældet. Som nævnt vil en lang række betingelser skulle være opfyldt for, at man kan tale om et perfekt match, og vi har derfor ikke skønnet det relevant her at fastlægge alle mulige ligheder og forskelle til FAS for hver enkelt virksomhed. I stedet vil vi her holde denne sammenligning på et overordnet niveau, jf. også ovennævnte tilgang og anvendelse af resultaterne fra multipler.

Generelt forekommer de betragtede handler og specielt selskaberne relevante, eftersom de er indenfor kategorien medicinalprodukter, og de bestemte multipler er generelt samtidigt med handlen, dvs. før, men så vidt muligt tæt på december 2003.

I forhold til risici forekommer de betragtede handler og i særdeleshed de betragtede virksomheder som noget mindre risikable end FAS. Dette skyldes for det første, at der for de betragtede handler og selskaber typisk er tale om flere produkter eller en bred portefølje af produkter, mens der i tilfældet med FAS praktisk talt kun er tale om et produkt. For det andet er der til FAS knyttet flere specifikke risici, jf. beskrivelsen heraf under besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit xi. FAS specifikke risici).

Endelig kan der være tale om forskelle i forhold til illikviditet og kontrol. Betydningen af disse forhold adresseres eksplicit under besvarelsen af spørgsmål M og N.

F. Syns- og skønsmændene anmodes om at redegøre for, om Business Plan 2003 udgør et velegnet udgangspunkt for skønnet over salget af/omsætningsvæksten for Pentasa, eller om der blandt det materiale, som forelå forud for indgåelsen af overdragelsesaftalen den 16. december 2003, forelå mere velegnede oplysninger til opgørelse heraf. -

BP 2003

Business Plan 2003 (BP 2003) udgør et relevant udgangspunkt for skønnet af salget og omsætningsvæksten for Pentasa, og vil dermed spille en rolle i værdi fastsættelsen. Der er dog en række forhold, som man bør være opmærksom på i forhold til vurderingen af dokumentets anvendelse.

For det første er BP 2003 udarbejdet som et internt dokument og ikke til brug i forbindelse med et salg. Dette betyder, at man kan argumentere for, at det er et solidt dokument og et solidt forecast, som blandt andet tager udgangspunkt i planen fra året før (som ikke kan fremskaffes). Endvidere er BP 2003 så solid, at bestyrelsen baseret herpå har investeret i ny produktionskapacitet og nyt hovedkontor i Schweiz. Det kan derfor antages, at BP 2003, tallene og forventningerne til Pentasa, er blevet udfordret og diskuteret grundigt af bestyrelsen, inden beslutningen om at bevilge investeringen er truffet. Og når selskabet investerer så mange penge, så må det være fordi, man har tiltro til planen og dermed til salgsforecast for Pentasa.

Validiteten af BP 2003 i relation til forecast kan og vil endvidere blive undersøgt ved at sammenligne tidligere salgsforecast med realiseret salg. I Ferring Busi

ness Plan 1998-2005, (GEC, June 30, 1998), som vi har fået udleveret, er salgs - forecast i NLG som angivet i Tabel 8.

For at gøre os i stand til at foretage en vurdering af validiteten af BP 2003, har vi udbedt os eksternt konsolideret world wide salg af Pentasa og fået tallene for 2000 til 2003 (inkl.). Når vi anvender kursen på NLG på tidspunktet for konvertering til EUR (1 EUR=2,2 NLG, Jan 1999), ses det, at Ferring på en 5 årig horison forecastet ganske præcist.

Tabel 8: Ferrings evner til at forecaste, alle beløb i mio.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Forecast, NLG	129	152	180	206	222	252
Forecast, EUR (1 EUR=2,2 NLG)	59	69	82	94	101	115
Realiseret, EUR	N.A.	N.A.	81	92	103	112

Note: Forecast er fra *Ferring Group 1998-2005*, CEG, June 30, 1998. De realiserede tal stammer fra *Consolidated Sales Pentasa 2000-2003*, jf. e-mail 28-7-2016 fra Anders Endicott Pedersen.

Var BP 2003 i stedet udarbejdet til brug for en salgsproces kunne man potentielt forvente en øget anvendelse af ”skønmaleri”. Selv om det så ikke er tilfældet, skal man være opmærksom på, at eftersom bestyrelsens investeringsbevilling bygger på forecast i planen, så kan forecast opfattes som det maksimale som Ferring Group regner med at komme til at sælge af Pentasa fremover, eftersom man som regel dimensionerer fabriksinvesteringer, så der er plads til ekstra salg.

Relevansen af BP 2003 forstærkes udover det ovenstående også af, at forecast i BP 2003 med FAS egne ord er baseret på ”an element of conservatism by lowering sales growth and adding in a couple of reserves on the cost side. The projections can therefore be regarded as a conservative to realistic assessment of Ferring’s future.”, jf. BP 2003, s. 109.

I relation til en konkret værdiansættelse vil BP 2003 i alle tilfælde blive gennemgået meget nøje, og risici vil blive fremhævet af køber, som vil lade disse afspejle i værdiansættelsen. Køber vil her også fremføre, at interne bottom-up også har en indbygget risiko for at blive for optimistiske eftersom salgsafdelingen forecaster for højt et salg, produktionen for lave omkostninger og R&D forecaster for hurtige resultater.

I en sådan gennemgang og udfordring af antagelser vil interne og eksterne eksperter og anden tilgængelig information også blive inddraget og vurderet. Dette betyder, at man ikke bare kan ignorere rapporten fra Datamonitor, fordi den er af ældre dato end BP 2003, eller fordi den eventuelt ikke lige har ramt præcist på den korte bane.

Vores konklusion er dermed, at BP 2003 er et relevant input til skønnet over salget af/omsætningsvæksten for Pentasa, men at man ikke kan argumentere for, at den direkte uden justeringer kan bruges som grundlaget til beregningen af markedsværdien. I det konkrete tilfælde vil det udover ovenstående forhold, som en køber vil skulle forholde sig til, også være tale om en konkret risikovurdering, hvilket vi har behandlet under besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit xi. FAS specifikke risici).

Andet relevant materiale

I forhold til skønnet over salget af/omsætningsvæksten for Pentasa er BP 2003 relevant, men det er svært at sige, om der isoleret betragtet ”forelå mere velegnede oplysninger til opgørelse heraf”. En markedsværdi – og specielt vurderingerne foretaget af en uafhængig køber – vil så vidt muligt inddrage så meget anden (intern såvel som ekstern og uafhængig) information, som kan fremskaffes, jf. eksempelvis den nævnte rapport fra Datamonitor. Endvidere må man forvente, at vurderingen af fremtidigt salg i høj grad vil basere sig på den historiske udvikling for salgsniveau og vækst. Uden at vi er i stand til at foretage den egentlige præcise vægtning, er det dog vores skøn at såvel BP 2003 som den historiske udvikling vil være centralt materiale.

Om der skulle foreligge yderligere materiale (udover det i materialet præsenterede), er vi således ikke i stand til at vurdere. Dog vil vi nævne, at Business Plan 2002, som BP 2003 bygger på, klart vil være relevant, men denne har ikke kunnet fremskaffes.

...

J. Syns- og skønsmændene anmodes om at anslå værdien af de fremtidige royaltyindtægter samt at redegøre for, hvordan værdien er opgjort. Værdien ønskes opgjort alternativt alt efter om royaltybetalingerne i 2003 fastsættes til i alt 1) 43.4 mio. kr., 2) 44.1 mio. kr. eller 3) 49,5 mio. kr.

Værdien af de fremtidige royaltyindtægter bør tage udgangspunkt i et skøn over de forventede fremtidige royaltyindtægter og en efterfølgende beregning af nutidsværdien af disse indtægter. For at skønne de fremtidige royaltyindtægter vil royaltybetalingerne i 2003 indgå som et input til at foretage dette skøn, men flere andre forhold vil naturligt indgå såsom udviklingen i indtægterne over de seneste par år, og en lang række faktorer, der er bestemmende for forventningerne til salget i USA og Japan, samt de tilhørende satser for beregningen af de tilhørende royalties.

Ud fra disse betragtninger gør det således ingen reel forskel for vores værdiansættelse om royaltybetalingerne i 2003 fastsættes til i alt 1) 43,4 mio. kr. eller 2) 44,1 mio. kr., hvorfor vi behandler disse to tilfælde under et i det følgende.

Det er vores skøn, at markedsværdien af de fremtidige royaltyindtægter i forbindelse med en transaktion som her betragtet, vil være i omegnen af DKK 232,6 mio. i tilfældet 1) og 2). Beregningerne fremgår af Tabel 11 og tager udgangspunkt i de skøn for royaltyindtægterne, som der er redegjort for under besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit ix. Royalties fra Shire og Nisshin).

Tabel 11: Værdien af de fremtidige royaltyindtægter, DKK mio.

Tilfælde 1) og 2)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Samlede royaltyindtægter, før skat	40,4	43,9	47,4	50,7	54,1	57,3	59,6	37,1	37,8	37,8	34,0	30,6	27,6	24,8	22,3
Samlet royaltyindtægter, efter skat	28,3	30,7	33,2	35,5	37,9	40,1	41,8	25,9	26,5	26,5	23,8	21,4	19,3	17,4	15,6
Diskonteringsfaktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34	0,30	0,27	0,24	0,22	0,19
Nutidsværdi	26,7	25,9	25,0	23,9	22,7	21,5	20,0	11,1	10,1	9,0	7,2	5,8	4,7	3,8	3,0
Samlet nutidsværdi, 2004-2018	220,3														
Terminalværdi	12,3														
Samlet nutidsværdi, 2004-	232,6														

Note: Tabellen viser beregningen af samlet nutidsværdi af de af os skønnede royaltyindtægter med udgangspunkt i oplysningerne i tilfælde 1) og 2), besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit ix. Royalties fra Shire og Nisshin). Efter år 2018 er royaltyindtægterne antaget at falde med 10% årligt.

I forlængelse af tabellen skal det nævnes, at der er brugt samme diskonteringsrente til beregningen af nutidsværdien som anvendt i DCF, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit ii. Diskonteringsrente). Dette begrundes i, at selve den systematiske risiko (målte ved beta) og illikviditetspræmien svarer til tilfældet med FAS, mens de betragtede royaltyindtægter ikke er behæftet med de FAS specifikke risici, der har bevirket yderligere justeringer i markedsværdien, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit ix. FAS specifikke risici).

I forhold til tilfælde 3) 49,5 mio. kr. er vi ikke helt sikre på, hvad præmissen er for dette tilfælde, eftersom det umiddelbart på os virker som om information opnået efter transaktionen lægges til grund i dette tilfælde. Hvis dette ikke er tilfældet og præmissen stadig er, at der fortsat hersker tvivl om Shires fremtidige royaltybetalinger, så er vores skøn uændret i forhold til tilfælde 1) og 2), jf. Tabel 11. Hvis omvendt præmissen er noget andet, så finder vi, at vi ikke har tilstrækkelig grundlag til at kunne foretage de nødvendige skøn over de fremtidige royaltyindtægter.

...

M. Under den forudsætning at det lægges til grund, at disse selskaber faktisk er sammenlignelige med FAS, anmodes syns- og skønsmændene om at estimere værdien af FAS ud fra en trading multiple (EV/salg,

EV/EBITDA og EV/EBIT), samt at redegøre for, hvordan værdien frem - kommer.

Vi bemærker, at den indledende tekst til dette spørgsmål er uklar og ikke er i overensstemmelse med sagsfremstillingen, jf. Bilag 2, punkt 8.4.1. I besvarelsen har vi valgt at tage udgangspunkt i sagsfremstillingen, jf. også Bilag 2.0 (Annex 8).

Vi starter værdiansættelsen med i Tabel 14 at liste de betragtede virksomheder med deres tilhørende multipler, jf. blandt andet Bilag 5.b, s. 130. Vi har i forlængelse heraf indhentet tilsvarende 2003 multipler for medicinalvirksomheder ('drug companies') fra www.damodaran.com.

Tabel 14: Trading multipler.

	Sales CAGR	Sales CAGR	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT
Selskab	2000-2003	2003-2005	2003A/E	2004E	2003A/E	2004E	2003A/E	2004E
UCB S.A.	7%	3%	1,4	1,4	6,8	6,0	14,8	8,3
Faes Farma S.A.	7%	10%	3,3	2,9	10,4	12,6	23,5	17,3
AstraZeneca PLC	-1%	9%	4,2	3,9	14,1	14,0	19,7	17,6
GlaxoSmithKline PLC	8%	4%	3,7	3,6	11,4	9,8	13,0	11,2
Pfizer Inc.	11%	12%	6,2	5,3	18,9	12,1	26,0	-
Johnson & Johnson	12%	7%	3,6	3,4	11,5	10,5	13,3	-
Salix Pharmaceuticals Ltd.	52%	57%	7,7	4,9	neg.	360,2	neg.	-
AXCAN PHARMA INC COM	23%	23%	3,7	2,8	11,2	7,7	13,0	-
Shire PLC	44%	-2%	2,4	2,6	neg.	7,2	neg.	8,1
Gennemsnit	18%	14%	4,0	3,4	12,0	48,9	17,6	12,5
Median	12%	10%	3,7	3,4	11,4	10,5	14,8	11,2
Interval anvendt af SKAT, jf. bilag 7, s. 39.			3,3	2,8	10,8	7,7	13,2	8,3
			4,2	3,9	12,8	12,6	21,6	17,3
Interval anvendt af EY, jf. bilag 5.b, s. 130.			3,5	3,0	11,0	8,0	13,0	8,0
			4,5	4,0	13,0	13,0	22,0	17,0
Damodaran, 2003			4,0		12,5		14,9	
Interval skønnet af os			3,3	2,8	10,0	8,0	12,0	8,0
			4,5	4,0	13,5	14,0	19,0	18,0

Note: Tabellen viser oversigt over udvalgte nøgletal samt tilhørende multipler for de betragtede sammenlignelige selskaber. Damodaran, 2003 er gennemsnitlige multipler for medicinalvirksomheder ('drug companies') fra www.damodaran.com, jf. også Tabel 13. Med mindre andet eksplicit er angivet stammer oplysningerne fra Bilag 5.b, s. 130.

Vi har foretaget en samlet vurdering af selskabernes multipler med hensyntagen til, om de betragtes som "highly comparable", og anden baggrundsinformation for disse jf. tabellen og supplerende information, jf. eksempelvis i Bilag 2.0 (Annex 8) og Bilag 5.b, s. 130. Baseret herpå har vi foretaget vores eget skøn over det relevante interval for de betragtede multipler, jf. Tabel 14.

For at kunne foretage værdiansættelsen med multipler er det også nødvendigt at have information om relevante regnskabsnøgletal for FAS. Disse tal, som er angivet i Tabel 15, er fremkommet på følgende vis.

For Sales 2003A/E har vi anvendt samlet omsætning for FAS i 2003, jf. Bilag 6.c, mens vi for Sales 2004E har anvendt den skønnede FAS omsætning for 2004 udregnet som summen af omsætningen af Pentasa og skønnet royalty, jf. besvarelsen Rekvisitens skønstema, spørgsmål 1, Tabel 3 og Bilag I.

For EBITDA 2003A/E har vi taget udgangspunkt i EBITDA for FAS i 2003, jf. Bilag 6.c, men korrigeret for de der indregnede omkostninger relateret til V2 Agonist eftersom disse omkostninger ikke vil have fremadrettet. Dette korrigerede tal skønnes at være mere repræsentativt i forhold til den forventede indtjening fremadrettet, jf. også besvarelsen til spørgsmål O. EBITDA 2004E er baseret på vores skøn for EBITDA for 2004, jf. Bilag I.

EBIT 2003A/E er tilsvarende beregnet med udgangspunkt i EBIT for FAS i 2003, jf. Bilag 6.c, men korrigeret for de her indregnede omkostninger relateret til V2 Agonist. EBIT 2004E er baseret på vores skøn for EBIT for 2004, jf. Bilag I.

Tabel 15: De relevante regnskabsnøgletal for FAS, DKK mio.

	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT
	2003A/E	2004E	2003A/E	2004E	2003A/E	2004E
SKAT, Bilag 7, side 39	533	588	93	125	83	112
EY, Bilag 5.b, side 131	533	520	52	87	42	85
Vores skøn	533	575	93	109	83	95

Note: Tabellen viser de af os skønnede regnskabsnøgletal. Tallene sammenlignes med de tilsvarende tal anvendt af EY og SKAT.

Baseret på de skønnede multipler i Tabel 14 og tilhørende regnskabsnøgletal fra Tabel 15 kan tilsvarende estimer for markedsværdien af FAS beregnes, jf. Tabel 16. I den forbindelse skal der knyttes følgende kommentarer til beregningerne.

For det første finder vi det nødvendigt at korrigere de beregnede værdier for systematiske forskelle mellem de betragtede sammenlignede virksomheder og FAS. Disse forskelle vedrører følgende justeringer, der alle vil være relevante i forhold til en værdiansættelse af FAS, men som ikke vil være indregnet i de estimerede trading multipler:

- a) Kontrolpræmien
- b) Illikviditetsdiscount
- c) FAS specifik discount

I forhold til a) kontrolpræmien skønner vi, at denne udgør 25% som det er tilfældet i meget af den gængse litteratur, jf. også Bilag 5.b. I forhold til b) illikviditetsdiscount skønner vi, at denne udgør 20%, hvilket med god tilnærmelse er konsistent med anvendelsen af en illikviditetspræmie på 2,5% i forbindelse med beregningen af diskonteringsrenten. Endelig skønner vi, at den FAS specifikke discount udgør 33% baseret på analyserne heraf i forbindelse med besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit xi. FAS specifikke risici). Samlet giver det anledning til en FAS relateret discount på:

$$1 - (1+25\%)(1-20\%)(1-33\%)=33\%.$$

For det andet finder vi, at det i værdiansættelsen også er relevant at justere for de forventede omkostninger til bygning af ny fabrik inkl. pilotfaciliteter efter som denne investering må anses som en integreret del af værdiansættelsen af FAS, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit x. Justering for omkostninger til fabrik). Da værdiansættelsen sker i 2003, har vi tilbagedis kontoret de forventede udgifter på DKK 350 mio., hvilket giver en nutidsværdi på $350 \cdot 0,75 = 264$, hvor de 0,75 er diskonteringsfaktoren hørende til 2006, jf. Bilag I.

Endelig er det relevant at justere for den skattefordel, der vil være knyttet til en handel med FAS. Der er redegjort for justeringen heraf i Rekvirentens skøn stema, spørgsmål 1 (afsnit xii. Skattefordelen, TAB).

Tabel 16: Værdi af FAS baseret på trading multipler.

Værdiansættelser	EV/Sales 2003A/E	EV/Sales 2004E	EV/EBITDA 2003A/E	EV/EBITDA 2004E	EV/EBIT 2003A/E	EV/EBIT 2004E	Gnsn.
Værdi interval, før FAS relateret discount	1759	1609	930	872	996	760	1154
	2399	2298	1256	1526	1577	1710	1794
Samlet FAS relateret discount*	33%	33%	33%	33%	33%	33%	Gnsn.
Værdi interval, efter discount	1178	1078	623	584	667	509	773
	1607	1540	841	1022	1057	1146	1202
Justering for fabrik**	264	264	264	264	264	264	Gnsn.
Værdi interval, efter fabrik	914	814	359	320	403	245	509
	1343	1276	577	758	793	882	938
Justering for TAB***	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	Gnsn.
Værdi interval, værdi efter TAB	1020	908	401	357	450	273	568
	1498	1423	644	846	884	983	1046

Note: Tabellen viser værdien af FAS baseret på multipler fra Tabel 14 og tilhørende regnskabsnøgletal fra Tabel 15. *: Skønnet samlet FAS relateret discount fremgår af antagelserne herover. **: Justering for fabrik er nutidsværdien af den samlede forventede udgift til ny fabrik inkl. pilotfaciliteter, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit x. Justering for omkostninger til fabrik). ***: Justering for TAB er justering for skattefordelen, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit xii. Skattefordelen, TAB).

Som det fremgår af Tabel 16 er det estimerede interval for markedsværdien af FAS i intervallet DKK 568-1046 mio. baseret på et gennemsnit af værdien beregnet for samtlige multipler. På grund af en række af karakteristika ved FAS finder vi dog (som det også ofte er tilfældet), at EBITDA- og EBIT-multipler bør have mere vægt. Baseret på gennemsnit af disse alene er intervallet DKK 370- 839 mio.

N. Under den forudsætning at det lægges til grund, at disse handler faktisk er sammenlignelige med transaktionen vedrørende FAS, anmodes syns- og skønsmændene om at estimere værdien af FAS ud fra en transaktion multiple (EV/salg, EV/EBITDA og EV/EBIT), samt at redegøre for, hvordan værdien fremkommer. Værdien ønskes estimeret på baggrund af 1) samtlige ovennævnte 6 handler, og 2) udelukkende de handler, hvor hele virksomheden/alle aktierne blev erhvervet.

Tilsvarende som for trading multipler har vi foretaget vores eget skøn over det relevante interval for de betragtede multipler, jf. Tabel 17. I det foretagne skøn har vi lagt mindre vægt på de (tilsyneladende) ekstreme værdier. Endvidere har vi også – specielt efter opjusteringen med kontrolpræmien af multiplerne fra de to første handler – lagt noget vægt på disse to eftersom de udgør de to handler, der er ret tætte på det faktiske handelstidspunkt, hvilket vi finder relevant, jf. blandt andet udviklingen i Tabel 13.

Tabel 17: Transaktions multipler.

Target	Overtaget, %	Herefter, %	Closing date	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Aspen Pharmacare*	7%	7%	31-01-2002	2,1	7,5	8,6
Slovakofarma*	9%	81%	18-10-2003	0,3	1,6	3,8
Rosemont Pharmaceuticals	100%	100%	30-09-2002	5,0	11,8	12,8
Laboratorio Chile	100%	100%	06-07-2001	2,7	10,5	12,0
Duramed Pharmaceuticals	100%	100%	24-10-2001	7,1	48,6	65,9
Schein Pharmaceuticals	100%	100%	05-07-2000	1,8	16,1	29,3
Gennemsnit, alle handler				3,2	16,0	22,1
Median, alle handler				2,4	11,2	12,4
Gennemsnit, 100% handler				4,2	21,8	30,0
Median, 100% handler				3,9	14,0	21,1
Interval anvendt af SKAT,				2,5	11,5	12,5
jf. bilag 7, s. 40.				5,5	24,0	38,5
Interval anvendt af EY, jf.				1,0	8,0	10,0
bilag 5.b, s. 133.				3,0	13,0	14,0
Interval skønnet af os				2,0	10,0	12,0
				3,5	16,0	18,0

Note: Tabellen viser oversigt over udvalgte karakteristika samt tilhørende multipler for de betragtede sammenlignelige transaktioner. Med mindre andet eksplicit er angivet stammer oplysningerne fra Bilag 5.b, s. 133. *: For disse handler har vi opjusteret de angivne multipler med en kontrolpræmie på 25% for at gøre disse mere sammenlignelige med de resterende 100% handler.

Baseret på de skønnede multipler i Tabel 17 og tilhørende regnskabsnøgletal fra Tabel 15 kan tilsvarende estimerer for markedsværdien af FAS beregnes, jf. Tabel 18. I den forbindelse skal der knyttes følgende kommentarer til beregningerne.

Da de betragtede multipler her er baseret på transaktioner af 100% ejerskab (eller justeret for kontrolpræmien) skal der her hverken justeres for kontrolpræmie eller illikviditet, hvorfor der alene vil være en justering for de FAS specifikke risici.

Da der ikke er samme tidsfaktor tilknyttet de her estimerede multipler, kunne vi også have skønnet multipler til anvendelse på FAS' nøgletal vedr. 2004. Da vi finder, at det er behæftet med store usikkerheder at foretage disse skøn, har vi undladt dette i det følgende.

I forhold til justering for fabrik og TAB er der ingen ændringer i forhold til forklaringerne til Tabel 16.

Tabel 18: Værdi af FAS baseret på transaktions multipler.

	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Værdiansættelser	2003A/E	2003A/E	2003A/E	Gnsn.
Værdi interval, før FAS specifik discount	1066	930	996	997
	1866	1488	1494	1616
Skønnet FAS specifik discount*	33%	33%	33%	Gnsn.
	714	623	667	668
Værdi interval, efter discount	1250	997	1001	1083
Justering for fabrik**	264	264	264	Gnsn.
	450	359	403	404
Værdi interval, efter fabrik	986	733	737	819
Justering for TAB***	11,5%	11,5%	11,5%	Gnsn.
	502	401	450	451
Værdi interval, værdi efter TAB	1100	818	822	913

Note: Tabellen viser værdien af FAS baseret på multipler fra Tabel 17 og tilhørende regnskabsnøgletal fra Tabel 15. *: Skønnet FAS specifik discount fremgår af antagelserne herover. **: Justering for fabrik er nutidsværdien af den samlede forventede udgift til ny fabrik inkl. pilotfaciliteter, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit x. Justering for omkostninger til fabrik). ***: Justering for TAB er justering for skattefordelen, jf. besvarelsen af Rekvirentens skønstema, spørgsmål 1 (afsnit xii. Skattefordelen, TAB).

Som det fremgår af Tabel 18 er det estimerede interval for markedsværdien af FAS i intervallet DKK 451-913 mio. baseret på gennemsnit af samtlige multipler. Igen kan der argumenteres for, at EBITDA- og EBIT-multipler bør have mere vægt. Baseret på gennemsnit af disse alene er intervallet DKK 425-820 mio.

Supplerende kommentarer i forlængelse af spørgsmål N

Ovenstående gav vores estimerede værdiansættelse baseret på de relevante transaktionsmultipler. I forhold til spørgsmålets ønsker om at estimere værdien på baggrund af ”1) samtlige ovennævnte 6 handler, og 2) udelukkende de handler, hvor hele virksomheden/alle aktierne blev erhvervet” har vi følgende kommentarer.

Som vi har redegjort for tidligere under svaret på spørgsmål E finder vi, at multipler skal anvendes med forsigtighed, og at en værdiansættelse baseret på multipler bør ikke foretages på basis af simple mekaniske beregninger. Specielt finder vi ikke, at de anvendte multipler kan fastlægges som simple gennemsnit – især ikke, hvis der er tale om et ganske begrænset antal handler, som det er til fældet her. I stedet bør intervallet fastlægges som et kvalificeret skøn på basis af en vurdering af alle de betragtede handler sammenlignet med FAS.

Konkret betyder dette, at vi her finder det for hypotetisk, hvis vi i den konkrete værdiansættelse skal foretage et skøn af multipler alene baseret på 1) samtlige ovennævnte 6 handler, og 2) udelukkende de handler, hvor hele virksomheden/alle aktierne blev erhvervet. Eller sagt på en anden måde er det vores umiddelbare vurdering, at vores skøn vil være omtrentligt det samme i de to tilfælde, eftersom vi i det foretagne skøn allerede efter bedste evne har forsøgt at tage hensyn til forskellene mellem de to typer handler.

...

P. Syns- og skønsmændene anmodes om at anslå markedsværdien pr. 16. december 2003 af rettighederne til Klyx, samt at redegøre for, hvordan markedsværdien er opgjort.

Vedr. Klyx er det allerede før 2003 blevet besluttet at flytte produktionen af Klyx til Prag, men produktionen skal fortsætte i Vanløse i perioden frem til 2006. Selv om de immaterielle rettigheder til Klyx indgår i handlen, er det med den allerede iværksatte flytning af produktionen et godt spørgsmål, hvor stor en værdi Klyx bør indgå med i beregningen af den samlede markedsværdi af de immaterielle rettigheder. En konkret vurdering af dette ville fordrer adgang til aftalegrundlag mv. i forbindelse med flytningen. Uden denne information er det ikke muligt at vurdere en købers muligheder for fremadrettet at tjene på rettighederne til Klyx.

Som det fremgår af eksempelvis Bilag 2, s. 91 er der for Klyx en skønnet omsætning for 2004-2006 svarende til i alt DKK 43 mio. Baseret herpå er den af os skønnede værdi i omegnen af DKK 10 mio. Værdien er fremkommet ved at beregne nutidsværdien af de cash flows der knytter sig til denne omsætning og tilbagediskontere med samme diskonteringsrente som anvendt generelt i DCF beregningerne.

Vi finder dermed i alle tilfælde, at Klyx i sammenhæng med Pentasa har en så lav værdi, at en større selvstændig analyse heraf ikke er relevant. Man kan så diskutere om Klyx absolut skal sælges til samme køber som køber Pentasa. Selv om dette ikke er givet, så vil dette dog ikke ændre på vores konklusion, efter som Klyx er for lille til en selvstændig transaktion og dermed stadig er stort set ubetydelig i værdiansættelsessammenhæng.

...

Bilag I: Vores DCF beregning

Det følgende angiver et udprint af vores endelige DCF beregning af Værdi af virksomheden (Enterprise Value).

[illegible]

Bilag II: SKATs DCF beregning

Det følgende angiver et udprint af vores version af SKATs DCF beregning af Værdi af virksomheden (Enterprise Value).

Skattesats	30,00%																
WACC	11,71%																
Vækstrate (efter 2018)	-2,00%																
Rutine aflønning (% af prod. Omk.)	3,78%																
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vækst i salg	9,90%	26,30%	16,10%	9,10%	7,90%	6,00%	4,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	
Produktionsomkostninger i % af salg	65,95%	59,52%	50,24%	50,07%	47,23%	47,23%	50,00%	50,00%	55,00%	57,50%	60,00%	62,50%	65,00%	67,50%	70,00%		
Distributionsomkostninger i % af salg	4,16%	5,24%	5,79%	5,76%	5,44%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	
Forsknings- og udviklingsomkostninger (% af salg)	7,49%	5,93%	5,11%	4,68%	4,34%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	
Administrationsomkostninger (% af salg)	6,59%	8,26%	9,15%	9,12%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	
Afskrivninger (% af salg)	2,45%	1,95%	2,13%	2,41%	2,67%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	
Royalties - USA: Sats	3,80%	3,80%	3,33%	2,62%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	
Turnover, Shire	634	697	880	1022	1115	1203	1275	1326	1379	1407	1435	1435	1435	1406	1378	1350	
Royalties - Japan: Sats	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	
Turnover, Nissin	611	672	848	985	1074	1159	1229	1278	1329	1356	1383	1383	1383	1355	1328	1301	
Investeringer i fabrik				300													
Ekstra afskrivninger, fabrik				30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	
Besparelser					-2,25	36	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	
Netto arbejdskapital	161	172	212	234	256	260	276	276	276	276	276	276	276	276	276	276	
Salg Pentasa	486	534	675	783	854	922	977	1016	1057	1078	1100	1100	1100	1078	1056	1035	
Produktionsomkostninger (justeret for Besparelser *)		352	402	393	430	399	419	465	486	550	589	617	644	658	670	682	
Rutine aflønning af produktion		13	15	15	16	15	16	18	18	21	22	23	24	25	25	26	
Distributionsomkostninger		22	35	45	49	50	53	55	58	59	60	60	60	59	58	56	
Forsknings- og udviklingsomkostninger		40	40	40	40	40	42	44	45	46	47	47	47	46	45	45	
Administrationsomkostninger		35	56	72	78	79	84	87	91	93	94	94	94	93	91	89	
Afskrivninger		13	13	47	51	55	58	59	60	61	62	62	62	62	31	30	
Før-royalty EBIT		58	114	171	190	283	306	288	299	249	225	196	168	167	137	108	
Royalties, Japan+USA		54	69	75	74	71	75	78	48	49	50	50	50	49	48	47	
Efter-royalty EBIT		112	182	246	264	354	381	366	347	298	275	247	218	216	185	155	
EBIT		112	182	246	264	354	381	366	347	298	275	247	218	216	185	155	
Afskrivninger		13	13	47	51	55	58	59	60	61	62	62	62	31	30	30	
Skat på EBIT		34	55	74	79	106	114	110	104	89	83	74	65	65	56	47	
Stigning i arbejdskapital		11	40	22	22	4	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investeringer i anlægsaktiver		13	13	317	21	25	28	29	30	31	32	32	32	31	30	30	
Free Cash Flow		67	88	-120	193	274	281	286	273	239	223	203	183	151	130	109	
Værdi, terminal periode (2018-)																794	
Diskonteringsfaktor		0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,54	0,49	0,44	0,39	0,35	0,31	0,28	0,25	0,22		
I alt diskonteret		63	74	-91	131	167	153	139	119	93	78	63	51	38	207		
Værdi af virksomheden (Enterprise Value)		1285	Heraf Terminalværdi		178												

Bemærkning: SKAT får med de tilsvarende DCF beregninger en samlet værdi af virksomheden på DKK 1267 mio., men vi finder, at den rigtige værdi med de angivne antagelser er DKK 1285 mio. Forskellen skyldes, at SKAT tilbagediskonterer terminal periode værdien fra 2018 mens den kun skal tilbagediskonteres fra 2017 (anvendelsen af formelen for en growing perpetuity betyder at nutidsværdien beregnes med udgangspunkt i et år før første cash flow, dvs. her i 2017).

Options Realistically Available tager udgangspunkt i, at en uafhængig og rationel virksomhed kun vil acceptere en given transaktion med et eget aktiv, hvis der ikke findes handlemuligheder (Options Realistically Available), der er mere attraktive (giver højere værdi) for virksomheden. Dette er i OECD (2013, para

graph 1.34) formuleret som: *"Independent enterprises, when evaluating the terms of a potential transaction, will compare the transaction to the other options realistically available to them, and they will only enter into the transaction if they see no alternative that is clearly more attractive."*

Princippet bag Options Realistically Available er, at den betragtede virksomhed antages at være en uafhængig og rationel virksomhed, og herudfra identificeres de forskellige Options Realistically Available, som virksomheden har i forhold til det konkrete aktiv.

Parekh (2015) indeholder en længere diskussion af, hvorledes Options Realistically Available skal opfattes, men kort skitseret gælder det om, at identificere de forskellige alternativer til den, i dette tilfælde, foretagne transaktion. Mulighederne skal være realistiske med udgangspunkt i den situation, der kendetegner virksomheden og selve aktivet på transaktionstidspunktet.

De forskellige muligheder værdiansættes, og en arms-length værdiansættelse af den foretagne transaktion vil så være identisk med værdien af den mest attraktive mulighed.

...

S. Skønsmændene anmodes om at opgøre værdien af de ved aftalen af 16. december 2003 overdragne aktiver baseret på den af skønsmændene nævnte 'Option Realistically Available' tilgang.

Skønsmændene bedes redegøre for de forudsætninger, som de ligger til grund for værdiansættelsen, herunder særligt de ændrede forudsætninger i forhold til besvarelsen i skønsrapporten baseret på fair value tilgangen.

...

Markedsværdien:

Med udgangspunkt i de herover omtalte justeringer, jf. Bilag A, så fås den Discounted Cash Flow (DCF) værdiansættelse, der fremgår af Bilag B.

I forhold til selve Discounted Cash Flow (DCF) værdiansættelsen, så ender vi med en Enterprise Value (EV) værdi på DKK 834 mio.

Tabel 1 viser i forlængelse heraf beregningen af værdien af de immaterielle aktiver, der ender på DKK 615 mio.

Tabel 1: Vores skønnede værdi sammenholdt med andre værdier (DKK mio.).

DCF resultater	Vores Options Realistically Available	Vores Fair market value	SKAT (oprindelig)	SKAT (opdateret)	EY (unadj.)	EY (risk adj.)
1) EV (inkl. just for fabrik)	834	734	1024	1267	485	306
2) Nettoaktiver	219	219	219	219	0	0
3) Immaterielle aktiver=1)-2)	615	515	805	1048	485	306
4) Værdi skatteaktivet	0	59	223	276	62	40
Værdi af immaterielle aktiver=3)+4)	615	574	1028	1324	547	346
Relativ værdi skatteaktiv=4)/3)	0,0%	11,5%	27,7%	26,3%	12,8%	13,0%
Henvisning	Denne rapport	Tidl. rapport	Bilag 2.2	Bilag 2.17	Bilag 5.b, s. 117	Bilag 5.b, s. 119

Note: Tabellen opsummerer resultaterne fra vores DCF værdiansættelse af Enterprise Value (EV) for FAS og angiver, hvorledes værdien af de immaterielle aktiver er beregnet på basis heraf. Endvidere sammenholdes vores værdier og beregninger med de tilsvarende andre centrale værdiansættelser i sagsmaterialet.

...

T. Skønsmændene anmodes om at oplyse, om en overdragelse af immaterielle aktiver efter Skønsmændenes erfaring ville finde sted mellem uafhængige parter, hvis ikke værdien på transaktionstidspunktet var større for køber end værdien for sælger (ved at beholde de immaterielle aktiver), samt til i bekræftende fald at redegøre for, i hvilke situationer en sådan overdragelse ville finde sted.

For at en overdragelse af aktiver (materielle eller immaterielle) vil finde sted mellem uafhængige rationelle parter, vil en transaktionspris under *normale* omstændigheder skulle opfylde følgende to betingelser:

- i. transaktionspris skal overstige værdien for sælger (ved at beholde aktivet) for, at det vil være rationelt (værdiskabende) for sælger at sælge aktivet i stedet for at beholde det.
- ii. transaktionspris skal være mindre end den samlede værdi som køber kan realisere ved at eje aktivet for, at det vil være rationelt (værdiskabende) for køber at købe aktivet.

Med andre ord vil det være en nødvendig betingelse for, at en overdragelse af et aktiv under normale omstændigheder kan finde sted mellem uafhængige parter, at ”værdien på transaktionstidspunktet var større for køber end værdien for sælger (ved at beholde de immaterielle aktiver)”. Dette er også princippet anvendt herover i beskrivelsen af fair market value (svaret på Spørgsmål R.) og det er anvendt som udgangspunkt i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 7-9).

I forhold til de nævnte værdier for henholdsvis sælger og køber er det dog her vigtigt at præcisere, at disse skal være de samlede værdier og dermed indeholde eventuelle opportunitetsomkostninger, synergier, mv. for henholdsvis sælger og køber under inddragelse af relevante skatteforhold. Med andre ord skal de betragtede pengestrømme tage udgangspunkt i de såkaldte *incremental cash flow*.⁴ Da disse aspekter af værdiansættelsen kan være ret forskellige for køber og sælger, kan det altså være vanskelig at tale om værdien af et aktiv som

en eksakt og entydig størrelse, jf. også vores diskussion heraf eksempelvis i svaret på Spørgsmål R og Z.

Med normale omstændigheder henvises her til, at der ikke er andre forhold, der enten kan presse eller motivere sælger til at sælge. Et forhold, der vil kunne presse sælger til at sælge til en lavere værdi end nævnt under punkt i., kan være, hvis sælger er i likviditetsvanskeligheder og med kort varsel skal skaffe likviditet for at sikre egen overlevelse. Et andet forhold, der vil kunne motivere sælger til at sælge til en lavere værdi end nævnt under punkt i., kan være et ønske om at komme i kontakt med eller få etableret et samarbejde med sælger, hvor værdien af kontakten eller samarbejdet så vurderes at være tilstrækkeligt til at kompensere for den lave transaktionspris.

U. Vil der efter skønsmændenes erfaring i en rationel drevet og profitmaksimerende koncern ske intern overdragelse af et forretningsområde, så fremt forretningsområdet efter overdragelsen forventes at give anledning til lavere pengestrømme end de pengestrømme, som der forud for overdragelsen var budgetteret med.

Selv om spørgsmålet umiddelbart forekommer simpelt og ligetil at svare på, så er der en række grunde til, at dette ikke helt er tilfældet.

For det første er det vigtigt at præcisere, at det for en rationel drevet og profitmaksimerende koncern vil være de fremtidige, og dermed *forventede*, pengestrømme der skal tages udgangspunkt i. Dette er vigtigt at have for øje, efter som fastlæggelsen af de fremtidige forventede pengestrømme typisk vil være behæftet med stor usikkerhed, jf. også diskussionen heraf i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 5-23).

For det andet vil det relevante for en rationel drevet og profitmaksimerende koncern være pengestrømmene *efter skat*, hvorfor vi i det følgende ligger til grund, at det er pengestrømme efter skat der henvises til i spørgsmålet.

Endelig er det vigtigt, at de betragtede pengestrømme er *incremental cash flow*, jf. også diskussionen heraf i svaret på Spørgsmål T.

Betragtes de ”sædvanlige” (simple) forventede pengestrømme efter skat, vil det være nødvendigt med en antagelse om, at alt andet holdes lige (inkl. synergier, risiko, og andre mulige eksterne faktorer), for at svaret på spørgsmålet er et nej.

I det mere generelle tilfælde, hvor der tages udgangspunkt i de ”sædvanlige” (simple) forventede pengestrømme efter skat, kan flere forskellige forhold betyde, at der i en rationel drevet og profitmaksimerende koncern kan ske intern overdragelse af et forretningsområde, selv om forretningsområdet efter over-

dragelsen forventes at give anledning til lavere pengestrømme end de penge strømme, som der forud for overdragelsen var budgetteret med. Et eksempel på sådanne specielle forhold kan være, at risikoen på de forventede pengestrømme reduceres som følge af overdragelsen, således at den risikojusterede værdi er højere efter overdragelsen selv om pengestrømmene er lavere. Tilsvarende kan flere eksterne forhold såsom skabelse af synergier, kritisk masse, rekruttering, regulatoriske forhold, o. lign., betyde, at en overdragelse sker på trods af et – isoleret set – fald i de budgetterede pengestrømme.

V. Skønsmændene anmodes om at foretage en beregning af ”Værdi af virksomheden (Enterprise Value)” svarende til den beregning, som fremgår af skønsrapportens bilag I, men hvor ”Vækst i salg” samt væksten i ”Turnover, Shire” og ”Turnover, Nissin” [” Skønnet vækst i omsætning” , jf. Tabel 6] i stedet indgår med den vækst, som fremgår af Business Plan 2003 (men samtlige andre faktorer er uændrede).

For at besvare dette spørgsmål starter vi med at estimere vækstraterne for salget i Pentasa, som de implicit fremgår af Business Plan 2003. Resultatet heraf ses i Tabel 4.

Tabel 4: Estimerede vækstrater for Pentasa omsætning.

Management Sales Projection kEUR:						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pentasa	97.276	106.944	135.122	156.849	171.064	184.630
Vækst		9,9%	26,3%	16,1%	9,1%	7,9%

Note: Tallene stammer fra Business Plan 2003 (vedr. 2004-2008), side 6.

Det bemærkes, at disse tal ret præcist svarer til de tal SKAT angiver eksempelvis i Bilag 7, side 14. For antagelser om omsætningsvækst efter 2008 anvender vi de antagelser om vækst for denne periode, som vi har redegjort for under punkt iii. i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 11). Samlet giver det de antagelser om vækst, som fremgår af Tabel 5 (der er en udvidet udgave af Tabel 3 i Skønsmand 1 og Skønsmand 2, 2017).

Tabel 5: Sammenligninger af vækstrater for omsætningen i FAS vedr. Pentasa.

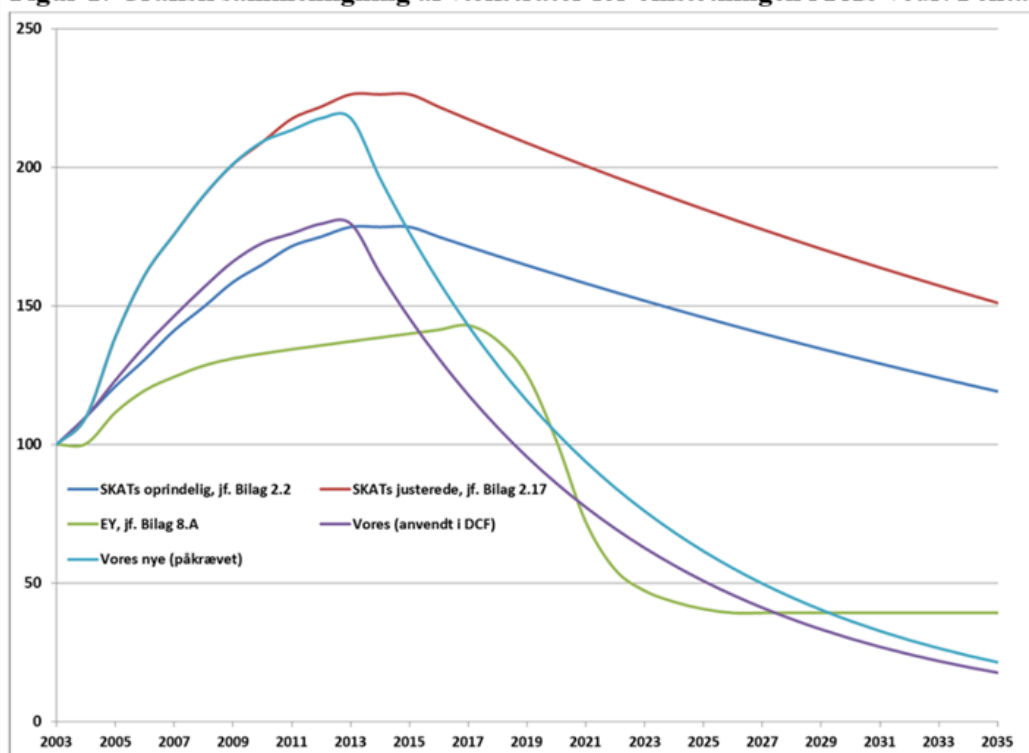
År	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	...
SKATs oprindelig, jf. Bilag 2.2	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	-2,0%	-2,0%
SKATs justerede, jf. Bilag 2.17	9,9%	26,3%	16,1%	9,1%	7,9%	6,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	-2,0%	-2,0%
EY, jf. Bilag 8.A	0,3%	11,3%	7,1%	4,1%	3,2%	2,0%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Vores (anvendt i DCF)	10,0%	12,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Vores nye (påkrævet)	9,9%	26,3%	16,1%	9,1%	7,9%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	0,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%

Note: Tabellen sammenholder de her påkrævede vækstrater i FAS' omsætning af Pentasa med de værdier, som vi har skønnet til brug for vores DCF værdiansættelse samt de værdier, der findes i sagsmaterialet (afrundet til procenter med en decimal).

Figur 1 viser implikationerne af antagelserne for forventningerne til den fremtidige omsætning. Det ses heraf, at det specielt er forventningerne om høj vækst i

de første par år, der har store implikationer for forskellen mellem vores omsætningsantagelser og de, som vi er blevet bedt om at lægge til grund i besvarelsen af dette spørgsmål. Det er endvidere disse forventninger om høje stigninger på den korte bane mere end det er antagelser om udviklingen efter 2009, der har betydning for forskellene i værdiansættelsen.

Figur 1: Grafisk sammenligning af vækstrater for omsætningen i FAS vedr. Pentasa.



Note: Figuren sammenholder udviklingen i FAS' omsætning af Pentasa for de forskellige vækstrater, der fremgår af Tabel 5. Salget i 2003 sættes til indeks 100.

De tilsvarende vækstrater i omsætning (Skønnet vækst i omsætning) er også brugt i Tabel 6, der er en justeret version af Tabel 6 i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017).

Tabel 6: Royalties (beløb i DKK mio.) med de påkrævede forudsætninger.

Shire	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Skønnet vækst i omsætning	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%
Omsætning	697,0	880,7	1022,3	1114,9	1203,3	1275,5	1326,6	1353,1	1380,1	1380,1
Skønnet sats	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
Skønnet royalties	13,2	16,7	19,4	21,2	22,9	24,2	25,2	25,7	26,2	26,2
Nisshin	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Skønnet vækst i omsætning	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%
Omsætning	671,7	848,7	985,2	1074,5	1159,7	1229,3	1278,4	1304,0	1330,1	1330,1
Skønnet sats	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	1,66%	1,66%	1,66%
Skønnet royalties	27,9	35,2	40,9	44,6	48,1	51,0	53,1	21,6	22,1	22,1
Shire+Nisshin	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Samlet skønnet royalties	41,1	52,0	60,3	65,8	71,0	75,2	78,3	47,4	48,3	48,3

Note: Tabellen angiver vores skøn for royalties fra Shire og Nisshin med udgangspunkt de påkrævede vækstforudsætninger i Tabel 5. Der tages i begge tilfælde udgangspunkt i omsætningen for 2003, jf. Bilag 7, s. 8.

Med de påkrævede justeringer i væksten fås værdiansættelsen som angivet i Tabel 7, idet det som redegjort for i det ovenstående ikke kan tages som et udtryk for vores skøn over værdien. For detaljerne til beregningen henvises til Bilag C.

Tabel 7: Værdiansættelsen med de påkrævede justeringer i væksten.

<i>DCF resultater</i>	<i>Vores</i>
1) EV (inkl. just for fabrik)	903
2) Nettoaktiver	219
3) Immaterielle aktiver=1)-2)	684
4) Værdi skatteaktivet	79
Værdi af immaterielle aktiver=3)+4)	763

Note: Tabellen angiver resultaterne fra DCF værdiansættelsen af Enterprise Value (EV) for FAS, og angiver, hvorledes værdien af de immaterielle aktiver er beregnet på basis heraf. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i de i spørgsmålet krævede salgsvækster. Detaljer om værdiansættelsen fremgår af Bilag C.

...

X. Er det en konsistent DCF værdiansættelsestilgang, at fastholde fradrag i cashflow på 30 % selskabsskat baseret på det danske selskabs skattemæssige forhold, når der i forhold til beregningen af skattefordelen anvendes en halveret skattesats på 15 % ? -

Det er ikke korrekt, at vi i beregningen af skattefordelen anvender en halveret skattesats på 15%. Som det ses af Tabel 7 i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017), gen taget herunder som Tabel 8, anvender vi også en skattesats på 30% i beregningen af skattefordelen, jf. ”Skatteværdien af afskrivningen (30% skat).

[Billede udeladt pga. personfølsomme oplysninger]

At ”Indregnet værdi af skatteaktivet” har en lavere værdi end selve skatteaktivet i det ovenstående eksempel skyldes ikke en inkonsistent anvendelse af skattemæssige forhold, men skyldes alene vores skøn om, at selve værdien af skatteaktivet deles ligeligt mellem køber og sælger, jf. behandlingen heraf i Skønsmand 1 og Skønsmand 2

gensen (2017) og den yderligere diskussion af dette forhold i forbindelse med besvarelsen af Spørgsmål Z. herunder.

Samlet er vores konklusion derfor, at vi har anvendt en konsistent DCF værdiansættelsestilgang.

...

- Z. Skønsmændene anmodes om at oplyse, om der i den værdiansættelsesmæssige teori er belæg for, at der ved den teoretiske værdiansættelse efter DCF-modellen blot skal medregnes en TAB som ligger mellem 0 kr. og den hypotetiske købers skattefordel (og som ikke ligger mellem købers skattefordel og sælgers skatteforpligtigelse), samt til i givet fald at vedlægge besvarelsen kopi af uddrag af de relevante litteratursteder.** -

Generelt om teoretisk værdiansættelse og TAB:

Vi starter med at bemærke, at den gængse ”værdiansættelsesmæssige teori”, som vi er bekendt med og har set anvendt til forskellige værdiansættelser, generelt intet angiver i forhold til behandlingen af en TAB. Dette gælder både i ældre traditionelle lærebøger i Corporate Finance, jf. eksempelvis Brealey, Myers og Allen (2006) og i nyere udgaver såsom Brealey, Myers og Allen (2017) og Berk og DeMarzo (2017), men også i mere specialiserede artikler og lærebøger med fokus på værdiansættelser, jf. eksempelvis Plenborg (2000) og Koller, Goedhart og Wessels (2005). Det er her især bemærkelsesværdigt, at heller ikke sidstnævnte indeholder en behandling heraf, eftersom denne bog er kendt for at have fokus på værdiansættelse i praksis og er skrevet af forfattere, der alle er ”current or former consultants of McKinsey & Company’s corporate-finance practice.”, jf. Koller, Goedhart og Wessels (2005, s. v).

FSR (2002) er et af de eneste steder, hvor vi har kunnet finde en kort behandling af skattefordelen. Heraf fremgår det side 116 (fodnoter i teksten fremgår efter afsnittet) i behandlingen af ”en række særlige forhold, der i visse situationer kræver behandling ved værdiansættelsen”, at:

”I visse situationer foretrækkes det, at der som led i en virksomhedstransaktion overdrages aktiver frem for aktier. Set fra det sælgende selskabs side medfører det, at en eventuel skattemæssig goodwill skal beskattes, mens det fra det købende selskabs side medfører en mulighed for over 7 år at afskrive skattemæssigt på den erhvervede goodwill. I forhold til en transaktion med aktier medfører den skattemæssige behandling ved en transaktion med aktiver således en omfordeling af værdien. Under normale omstændigheder er købers og sælgers skattemæssige forhold et internt anliggende, som indgår som en helheds vurdering i den konkrete transaktion.⁵¹ I de situationer, hvor der er tale om handel mellem afhængige parter, bør der ved udarbejdelse af en fair værdi af selskabets aktiver frem for aktier ske en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling.⁵²

⁵¹ Samme problematik gælder delvis i forbindelse med udskudt skat, der vil forfalde

umiddelbart i forbindelse med handel af aktiver, men som ved handel med aktier først forfalder på et senere tidspunkt.

⁵² I praksis kan der ikke ske fuld tilbageførsel, idet nutidsværdien af skattefradraget for køber typisk er mindre end nutidsværdien af sælgers skattebetaling. Dette som følge af, at køber først får fuldt effekt af skattebesparelsen efter 7 år.”

Vi hæfter os her specielt ved, at udgangspunktet er, at ”Under normale omstændigheder er købers og sælgers skattemæssige forhold et internt anliggende, som indgår som en helhedsvurdering i den konkrete transaktion.” Denne praksis, som også er vores erfaring, forklarer, hvorfor den gængse og førende litteratur generelt er helt tavs om behandlingen af skattefordelen. Endvidere nævnes det også, at der kun er tale om ”en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling”, da ”nutidsværdien af skattefradraget for køber typisk er mindre end nutidsværdien af sælgers skattebetaling.” Sidstnævnte betyder også, at vi ikke i FSR (2002) finder, at der er belæg for påstanden i spørgetemaet om, at tilbageførslen vil ”størrelsesmæssigt ligge et sted mellem sælgers skatteforpligtigelse og købers skattefordel” - noget vi også herunder i analysen af størrelsen af den medregnede TAB vil dokumentere vil være urealistisk i en handel mellem to uafhængige parter.

Vi bemærker tilsvarende, at vi heller ikke finder, at TPG (2017, 6.178) konkluderer, at tilbageførslen vil ”størrelsesmæssigt ligge et sted mellem sælgers skatteforpligtigelse og købers skattefordel”. I stedet fremgår der heraf, at de skatteeffekter, der skal indgå i betragtningerne, er (i) skat på de fremtidige cash flows, (ii) skattefordel opnået af køber og, hvis aktuelt, (iii) de skattemæssige konsekvenser for sælger. I forhold til punkt (ii) og (iii) har vi svært ved at se, at dette skal læses som udtryk for, at sælger kan forvente at få refunderet hovedparten af skatteulempen ved at køber bruger mere end 100% af den opnåede skattefordel på denne refusion, jf. igen også analysen af størrelsen af den medregnede TAB. Vores samlede konklusion er, at vi har betragtet alle disse tre forhold i vores værdiansættelse.

Udgangspunktet er altså normalt, at købers og sælgers skattemæssige forhold er et internt anliggende, og det er præcist dette, vi har brugt som udgangspunkt i den konkrete behandling af skattefordelen. For fuldstændighedens skyld gentager vi her vores indledende bemærkninger og betragtninger om skattefordelen fra Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 22):

” Vi finder ikke, at skattefordelen er behandlet helt klart i det fremlagte materiale. Baseret på vores forståelse af skattefordelen må følgende være gældende herom. For det første kræver det en egentlig handel for, at skattefordelen kan udløses. For det andet vil den ek sakte værdi af skattefordelen afhænge af købers skatteforhold mv.

Dette betyder, at vi finder det relevant at inddrage den potentielle skattefordel knyttet til handlen i værdiansættelsen. Vi har dog svært ved at se, at man i den givne situation uden videre kan argumentere for, at hele denne (teoretiske) værdi skal tilfalde sælger. Dette vil kun ske i det tilfælde, at der er udbredt konkurrence blandt købere om at købe aktivet, og hvor denne konkurrence vil øge markedsværdien til at afspejle hele skattefordelen.

Da sidstnævnte ikke er tilfældet i den konkrete situation, finder vi det ikke rimeligt, at en markedsværdi vil afspejle den fulde værdi af skattefordelen. I stedet skønner vi, at en ligelig fordeling af denne værdi mellem køber og sælger vil være realistisk. Det forhold, at skattefordelen potentielt kan have en endnu mindre værdi for nogle købere synes kun at understøtte dette argument.”

I arbejdet med besvarelsen af dette spørgsmål har vi også læst Skat (2018) om ”Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse”. I forlængelse heraf finder vi, at punkt 4.1.5.2-4.1.5.3 understøtter vores tilgang til behandlingen af skattefordelen. Dette skyldes især, at vi ser flere fællestræk i forhold til fordeling af opnåede synergier og de skattemæssige konsekvenser. Tilsvarende finder vi, at 4.1.5.3 understøtter, at køber og sælgers skatteforhold som udgangspunkt er et internt anliggende, og at der ikke findes en klar regel for, hvorledes det bør indgå i en værdiansættelse. Fandtes en sådan måtte man forvente, at denne var klart beskrevet i dette punkt.

Vi har søgt efter yderligere litteratur om behandlingen af skattefordelen i forbindelse med en værdiansættelse, men har ikke været i stand til at finde yderligere relevant litteratur, der kan bidrage med en teoretisk behandling af skattefordelen. Det følgende diskuterer derfor vores analyse af størrelsen af den medregnede skattefordel (TAB).

Størrelsen af den medregnede TAB:

Som det fremgår af det ovenstående, har vi ikke været i stand til at finde teoretisk litteratur, der giver et præcist svar på, hvilken størrelse af TAB der bør indregnes i en fair markedsværdiansættelse. Det er derfor ikke muligt for os at komme med konkrete henvisninger, der belyser spørgsmålet om ”der ved den teoretiske værdiansættelse efter DCF-modellen blot skal medregnes en TAB som ligger mellem 0 kr. og den hypotetiske købers skattefordel (og som ikke ligger mellem købers skattefordel og sælgers skatteforpligtigelse).”

Som vi allerede har redegjort for i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017), finder vi, at

det kun kunne give mening at indregne en værdi mellem 0 kr. og den hypotetiske købers skattefordel. Som nævnt vil den endelige placering afhænge af de to parter forhandlingsposition, og som vi har redegjort for, skønnede vi, at en ligelig fordeling er det mest realistiske.

Vi finder specielt, at der findes teoretiske argumenter for, hvorfor det i en handel mellem to uafhængige parter ikke vil give mening at medregne en TAB, der er højere end den hypotetiske købers skattefordel. Hvis man medregner en TAB, der er højere end den hypotetiske købers skattefordel, vil man under simple antagelser have, at værdien (købesummen) overstiger den samlede værdi set fra købers side, og en rationel køber vil dermed ikke være interesseret i at gennemføre handlen. Eksempel 1 uddyber og diskuterer dette med et simpelt eksempel.

Med andre ord finder vi, at en medregnet TAB skal ligge mellem 0 og den hypotetiske købers skattefordel, hvilket også er konsistent med den tilgang, som begge parter oprindeligt havde til værdiansættelsen, som det fremgår af det fremsendte sagsmateriale, jf. eksempelvis Bilag 5.b.20 og Bilag 2.2.

Samlet set finder vi derfor heller ingen grund til at revurdere vores oprindelige skøn over, hvorledes en given skattefordel bør indregnes i værdiansættelsen i forbindelse med en fair market value tilgang, dvs. en "ligelig fordeling" af skattefordelen.

Eksempel 1: Simpelt eksempel vedr. behandling af TAB i værdiansættelse.

Vi antager følgende simple karakteristika for et immaterielt aktiv:

EBIT på tidspunkt 1:	100
Fremtidig vækst:	5%
WACC:	10%
Skattesats:	30%

Vi antager endvidere, at køber og sælger er ens forstået sådan, at de vurderer projektet ens og at de har samme WACC og skattesats.

Ovenstående simple antagelser betyder, at både køber og sælger vil bestemme DCF værdien til at være $100(1-30\%)/(10\%-5\%)=1.400$. Dette vil være den værdiansættelse, som den gængse DCF lægger op til, hvor de to parter skatteforhold ikke inddrages i værdiansættelsen.

Som det fremgår af Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017) og ovenstående kan der argumenteres for, at der i fastlæggelsen af den værdi (pris), der vil kunne opnås i "en handel mellem to uafhængige parter", bør indregnes en del af den skattefordel, som køber vil opnå som direkte følge af handlen.

Antager vi i ovenstående simple eksempel, at hele skattefordelen skal gå til sælger (som SKAT i første omgang har argumenteret for), så ses det af Tabel 9, Tilfælde A, at transaktionsprisen ville ende på 1.769,12 og skattefordelen vil udgøre 369,12. For fuldstændighedens skyld sammenlignes med tilfælde B, hvor

skattefordelen fordeles ligeligt mellem køber og sælger, som vi har skønnet det vil være tilfældet, jf. punkt xii. i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 22) og det ovenstående.

Med de givne antagelser ses, at i tilfælde A betaler køber 1.769 for et aktiv der samlet har en værdi for køber på 1.769 (svarende til 1.400 vedr. selve aktivet og en skattefordel på 369). Dette betyder, at selve transaktionen ingen værdi skaber for køber (har samlet en nettonutidsværdi på 0). Vi opfatter derfor dette som et grænsetilfælde, der jf. punkt xii. i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 22) kun kan forekomme, hvis der er mange købere i konkurrence om at købe aktivet. Man kan altid diskutere, om en sådan transaktion vil finde sted, når den som sådan ikke skaber værdi. Vi finder det dog sikkert, at transaktionen ikke vil finde sted, hvis køber skal betale mere end 100% af skattefordelen til sælger, eftersom transaktionen da vil være direkte værdidestruerende. Sidstnævnte vil også være et brud med værdiansættelsesprincipperne som angivet i TPG (2017, 6.157), hvoraf det fremgår, at "The arm's length price will fall somewhere within the range of present value evaluated from the perspective of the transferor and the transferee."

Tabel 9: Eksempel på konsistent indregning af skattefordelen.

Tilfælde A:								
TAB i % til sælger	100%							
a) Værdi af aktivet (før skatteværdien)	1400,00							
b) Indregnet værdi af TAB	369,12							
c) Transaktionspris = a) + b)	1769,12							
Værdi af skattefordel:								
Årlige afskrivninger = c) / 7	252,73							
År		1	2	3	4	5	6	7
Skatteværdien af afskrivningen (30% skat)		75,82	75,82	75,82	75,82	75,82	75,82	75,82
Samlet værdi af skatteaktivet	369,12							
Heraf til køber (100%):	369,12							
Tilfælde B:								
TAB i % til sælger	50%							
a) Værdi af aktivet (før skatteværdien)	1400,00							
b) Indregnet værdi af TAB	163,06							
c) Transaktionspris = a) + b)	1563,06							
Værdi af skattefordel:								
Årlige afskrivninger = c) / 7	223,29							
År		1	2	3	4	5	6	7
Skatteværdien af afskrivningen (30% skat)		66,99	66,99	66,99	66,99	66,99	66,99	66,99
Samlet værdi af skatteaktivet	326,13							
Heraf til køber (50%):	163,06							

Diskussion af antagelserne i Eksempel 1:

Det er klart, at der i praksis langt fra behøver at være enighed om de grundlæggende antagelser vedr. projektet og køber og sælger behøver ikke at have ens skatteforhold.

I tilfælde, hvor køber og sælger ser forskelligt på aktivet vil det naturligvis have konsekvenser for, hvorledes de to parter vurderer de fremtidige cash flows og dermed også for de to parteres værdiansættelse af aktivet, jf. blandt andet også diskussionen i svaret på Spørgsmål U. En sådan divergens i vurderingen af aktivet bør dog kun indregnes i værdiansættelsen i forbindelse ved vurderingen af aktivets fremtidige forventede cash flows (som vi har gjort det i alle de foretagne værdiansættelser). Divergensen hverken bør eller kan bruges som et argument for, at køber skal betale hele (eller endda mere) af den opnåede skattefordel til sælger.

Bilag A: Gennemgang af forudsætninger til besvarelse af Spørgsmål S

...

ix. Royalties fra Shire og Nisshin

Vi har som udgangspunktet heller ingen ændringer til antagelserne vedr. royalties fra Shire og Nisshin, da vi også her tidligere har anlagt en armslængde tilgang til værdiansættelsen. I forhold til Shire vil vi dog lige supplere med følgende bemærkninger.

Shire

Det er muligt, at en investor vil have adgang til ”inside” information om de vaserende diskussioner omkring satsen for Shire royalties og finde informationen troværdi i forhold til at fastlægge markedsværdien af disse royalties mere præcist. Ud fra et armslængde princip har vi igen valgt at anvende den lave sats i vores værdiansættelse.

...

3. Skønsmændene anmodes om at oplyse, om nogen af skønsmændenes svar på SKAT's spørgsmål R-Z i SKAT's Supplerende Spørgetema II af 17. november 2017 giver skønsmændene anledning til at ændre deres skønsmæssige vurdering af markedsværdien på DKK 574 mio.

Vores vurdering af værdien af de immaterielle aktiver på DKK 574 mio. (jf. Skønsmand 1 og Skønsmand 2, 2017) er uændret når værdien fastsættes baseret på ”Fair Market Value” mellem to uafhængige købere.

Som det fremgår af vores redegørelse for ’Options Realistically Available’ og den relaterede værdiansættelse giver denne anden tilgang os anledning til en skønsmæssig vurdering af markedsværdien på DKK 615 mio., jf. især svaret på SKATs Spørgsmål S, Tabel 1.

Ændringen i denne anden vurdering af værdiansættelsen skyldes primært det forhold, at ”en handel mellem to uafhængige parter” i vores skøn giver anledning til en væsentlig reduktion i markedsværdien givet de betydelige FAS risici og de udfordringer en uafhængig køber vil have i forhold til vurderingen heraf (effekten af asymmetrisk information), jf. også diskussionen af forskellen mellem fair market value og ’Options Realistically Available’ i svaret på SKATs Spørgsmål R.

Med udgangspunkt i ’Options Realistically Available’ vil effekten af den betydelige grad af asymmetrisk information i forbindelse med ”en handel mellem to uafhængige parter” blive reduceret, jf. svaret på SKATs Spørgsmål S og tilhørende Bilag A. Tilsvarende vil en uafhængig køber opfatte hele investeringen som betydeligt mere risikabelt end en fortsat drift i FAS regi. Dette vedrører blandt andet de risici, der er forbundet med at skulle starte produktionen op med ny ledelse, medarbejdere, etc., jf. også diskussionen af disse risici i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 12).

Vi finder det ikke korrekt at justere markedsværdien for en skattefordel, når værdiansættelsen tager udgangspunkt i ’Options Realistically Available’. Dette skyldes, at der netop med denne tilgang ikke antages, at der finder en egentlig transaktion sted, men FAS i stedet antages at bevare ejerskabet af Pentasa, jf. igen svaret på SKATs Spørgsmål S.

I forlængelse af ovennævnte værdiansættelse skal det også nævnes, at vi har anvendt en simpel alternativ EVA-værdiansættelse (Economic Value Added) med udgangspunkt i selskabets egen bestyrelses beslutning om at investere DKK 350 mio. kr. i en ny fabrik. Denne værdiansættelse finder vi understøttet, at markedsværdien er DKK 615 mio., jf. svaret på SKATs Spørgsmål S, afsnit Simpel værdiansættelse med udgangspunkt i bestyrelsens beslutning. ”

Af skønsmændenes supplerende besvarelse af 8. juli 2019 fremgår bl.a., idet bemærkes, at fodnoter er udeladt af citatet:

„

For fuldstændighedens skyld vil vi indledningsvist opsummere de tidligere foretagne værdiansættelser og de væsentligste præmisser for disse.

Fair market value:

Fair market value var udgangspunktet for værdiansættelsen i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017), hvor værdien på basis heraf blev fastlagt til DKK 574 mio.

Udgangspunktet for fair market value blev præciseret i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 4):

” Fair market value er i vores terminologi defineret som den værdi (pris) der vil kunne opnås i ’en handel mellem to uafhængige parter’, jf. Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017, s. 8). En værdi fastlagt med udgangspunkt i fair market value må således have som præmis, at den nævnte handel vil kunne finde sted, dvs. at der kan identificeres (mere eller mindre eksplicit) en eller flere uafhængige købere, der vil være villige til at betale en værdi, som sælger vil acceptere. Det er dette, vi har forudsat i vores fastlæggelse af en ’fair market value’.”

Da de skattemæssige aspekter af transaktionen spiller en central rolle for vores svar i det efterfølgende vil vi her også lige præcisere, hvorledes vi har taget hensyn hertil i fastlæggelsen af fair market value. Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 18-22) indeholder en grundig diskussion heraf, hvor der specielt med henvisning til FSR (2002) konkluderes:

” Vi hæfter os her specielt ved, at udgangspunktet er, at ’Under normale omstændighe der er købers og sælgers skattemæssige forhold et internt anliggende, som indgår som en helhedsvurdering i den konkrete transaktion.’ Denne praksis, som også er vores erfaring, forklarer, hvorfor den gængse og førende litteratur generelt er helt tavs om behandlingen af skattefordelen. Endvidere nævnes det også, at der kun er tale om ’en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling’, da ’nutidsværdien af skatte fradraget for køber typisk er mindre end nutidsværdien af sælgers skattebetaling.’ Sidst nævnte betyder også, at vi ikke i FSR (2002) finder, at der er belæg for påstanden i spørgemaet om, at tilbageførslen vil ’størrelsesmæssigt ligge et sted mellem sælgers skatte forpligtigelse og købers skattefordel’ - noget vi også herunder i analysen af størrelsen af den medregnede TAB vil dokumentere vil være urealistisk i en handel mellem to uafhængige parter.”

I skønstemaet angiver Kammeradvokaten, at ” Ifølge TPG(2017, 6.178) skal der ud over ‘(i) taxes projected to be imposed on future cash flows’ og ‘(ii) tax amortisation benefits projected to be available to the transferee’ også tages hensyn til ‘(iii) taxes projected to be imposed on the transferor as result of the transfer’.”

Dette har vi også kommenteret på i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 19), hvor vi blandt andet skriver:’

” I forhold til punkt (ii) og (iii) har vi svært ved at se, at dette skal læses som udtryk for, at sælger kan forvente at få refunderet hovedparten af skatteulempen ved at køber bruger mere end 100% af den opnåede skattefordel på denne refusion, jf. igen også analysen af størrelsen af den medregnede TAB. Vores samlede konklusion er, at vi har betragtet alle disse tre forhold i vores værdiansættelse.”

Med andre ord finder vi, at vi i fastlæggelsen af fair market value værdien på DKK 574 mio. har ladet de skattemæssige forhold indgå ”som en helhedsvurde ring i den konkrete transaktion” .

Options Realistically Available:

Options Realistically Available var udgangspunktet for værdiansættelsen i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018), hvor værdien på basis heraf blev fastlagt til DKK 615 mio.

Udgangspunktet for Options Realistically Available blev ligeledes præciseret i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 4):

” Options Realistically Available tager udgangspunkt i, at en uafhængig og rationel virksomhed kun vil acceptere en given transaktion med et eget aktiv, hvis der ikke findes handlemuligheder (Options Realistically Available), der er mere attraktive (giver højere værdi) for virksomheden. Dette er i OECD (2013, paragraph 1.34) formuleret som: ‘In dependent enterprises, when evaluating the terms of a potential transaction, will compare the transaction to the other options realistically available to them, and they will only enter into the transaction if they see no alternative that is clearly more attractive.’

Princippet bag Options Realistically Available er, at den betragtede virksomhed antages at være en uafhængig og rationel virksomhed, og herudfra identificeres de forskellige Options Realistically Available, som virksomheden har i forhold til det konkrete aktiv.”

Æ. Såfremt aktiverne i stedet sælges til tredjemand, anmodes skønsmandene om at oplyse, hvor stor afståelsessummen mindst skal være for, at FAS efter skat er lige så godt stillet (indifferent), som hvis FAS selv beholder aktiverne. -

Inden selve besvarelsen af dette spørgsmål vil vi lige kort præcisere og diskutere præmisserne for vores besvarelse. Som det fremgår af det Supplerende spørgetema III, er det ønskede udgangspunkt for besvarelsen af dette spørgsmål den bestemte ’Options Realistically Available’ værdi, der er baseret på antagelsen om, at FAS selv beholder aktiverne, jf. også de indledende bemærkninger. Denne værdi fandt vi som nævnt herover til at udgøre DKK 615 mio.

Som det endvidere angives i det Supplerende spørgetema III lægges til grund, at et salg til tredjemand vil udløse en skat af hele afståelsessummen med 30%.

Selve spørgsmålet beder os om at ”oplyse, hvor stor afståelsessummen mindst skal være for, at FAS efter skat er lige så godt stillet (indifferent), som hvis FAS selv beholder aktiverne.” Det er her ikke klart, hvorledes ”lige så godt stillet (indifferent)” helt nøjagtigt skal forstås. En afståelsessum (efter skat) modtaget i

forbindelse med et salg vil blive modtaget som et kontant beløb, mens værdien på DKK 615 mio. er nutidsværdien af de fremtidige betalingsstrømme under FAS fortsatte drift. I teorien vil de to værdier være sammenlignelige, under forudsætning af, at nutidsværdien er beregnet baseret på en korrekt risikojustering og der ikke er andre ”imperfektioner”. I praksis kan for eksempel et selskab med likviditetsudfordringer tillægge et kontant beløb en højere værdi, jf. også diskussionen i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 12). Eftersom vi ikke er bekendt med hvorledes FAS i den givne situation vil vurdere et kontant beløb i forhold

til nutidsværdien af fremtidige betalingsstrømme, er det ikke umiddelbart muligt at vurdere ”lige så godt stillet (indifferent)”

Man kunne så blot forudsætte for at besvare spørgsmålet, at de to forskellige værdier for FAS er direkte sammenlignelige, og at der således her bare skal bestemmes den afståelsessum, der efter skat mindst har en værdi svarende til DKK 615 mio. hvilket jo blot betyder at afståelsessummen mindst skal være DKK 615 mio./ $(1-30\%)$ =DKK 878,6 mio.

Vi har et par bemærkninger til denne værdi. Værdien er naturligvis højere end værdien baseret på Options Realistically Available, da der blot beregnes den værdi der efter skat svarer til den værdi som FAS kan opnå ved selv at beholde aktiverne, hvilket per definition er værdien fra Options Realistically Available.

Mere bemærkelsesværdigt er det, at værdien også er noget højere end fair market value værdien på DKK 574 mio.. Dette viser endnu en gang, at det i den givne situation med de forudsætninger virker usandsynligt med en transaktion mellem to uafhængige parter, jf. følgende bemærkninger fra Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2017):

” Dette finder vi dog umiddelbart som en stor udfordring, eftersom vi er i tvivl om, hvorvidt en uafhængig part på det givne grundlag og tidspunkt vil være villig til at betale en værdi, der vil være så attraktiv, at FAS/Ferring vil sælge. Dette eksemplificeres meget tydeligt ved, at vi ud fra en samlet vurdering godt kan opfatte EYs værdiansættelse på DKK 346 mio. som et bud på en værdiansættelse set fra et købersynspunkt, mens SKATs værdiansættelse på DKK 1324 mio. kan opfattes som et bud på den værdi, som FAS/Ferring i udgangspunktet vil kræve for at ville sælge.” (side 7, afsnit 2).

” det ikke virker ret sandsynligt, at en uafhængig køber på det givne grundlag og tidspunkt vil være villig til at betale en sum, der vil være så attraktiv, at FAS/Ferring vil sælge.” (side 27, afsnit 1).

I forlængelse heraf er det også vigtigt at understrege, at den her bestemte ” mindste afståelsessum” på DKK 878,6 mio. ikke er udtryk for en egentlig værdiansættelse men jf. herover alene evt. kan bruges som udgangspunkt for in

terne overvejelser i FAS om, hvorvidt et salg til tredjemand er fordelagtigt i forhold til, hvis FAS selv beholder aktiverne.

...

Ø. Skønsmændene anmodes om at opgøre nutidsværdien for sælgeren i eksempel 1 efter skat af en transaktionspris (jf. c)) på henholdsvis 1.769,12 (tilfælde A) og 1.563,06 (tilfælde B).

Indledningsvist vil vi nævne, at vi ikke er helt sikre på, hvad der tænkes på, når spørgsmålet beder os "opgøre nutidsværdien" (vores understregning). En nutidsværdi er kun relevant i tilfælde, hvor der er tale om fremtidige betalingsstrømme som skal tilbagediskonteres til en nutidsværdi. Da vi ikke tror, at der henvises til forskelle imellem transaktionspunktet og det tidspunkt, hvor den tilhørende skat skal betales, vælger vi at opfatte det, som om der spørges til "værdien for sælger".

Med udgangspunkt i den antagelse har vi i Tabel 1 justeret og udvidet Tabel 9 fra Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018) med en linje, der viser efter skat værdien for sælgeren i de to givne tilfælde. I begge tilfælde er de beregnet som den angivne transaktionspris $\cdot (1 - 30\%)$.

Tabel 1: Efter skat værdien af transaktionsprisen i Tilfælde A og B.

	Tilfælde A:	Tilfælde B:
TAB i % til sælger	100%	50%
a) Værdi af aktivet (før skatteværdien)	1400,00	1400,00
b) Indregnet værdi af TAB	369,12	163,06
c) Transaktionspris = a) + b)	1769,12	1563,06
Værdi til sælger efter skat (70% af c))	1238,38	1094,14

For god ordens skyld ønsker vi kort at kommentere lidt på disse tal. Disse kommentarer gives samlet i forlængelse af spørgsmål Ø.-AA.

Å. Skønsmændene anmodes om at oplyse, hvad transaktionsprisen ved et salg af aktivet mindst skal udgøre for - med skønsmændenes ord - ikke at "være direkte værdidestruerende" for sælgeren i eksempel 1.

Jf. den indledende diskussion til spørgsmål Æ. er det langt fra et trivielt spørgsmål, hvorvidt man direkte kan sammenligne en kontant betaling fra en transaktion med en tilsvarende nutidsværdi knyttet til sælgers fortsatte ejerskab af aktivet.

Hvis man så antager, at disse alligevel skulle være sammenlignelige, vil vi konsistent med vores anvendelse i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018) fortolke ”ikke at ’være direkte værdidestruerende’” som det tilfælde, hvor transaktionsprisen er så høj, at efter skat værdien heraf mindst svarer til nutidsværdien ved sælgers fortsatte ejerskab af aktivet.

Dette må betyde, at transaktionsprisen mindst skal udgøre $1400/(1-30\%)=2000$.

Vi kommenterer også på dette tal i forlængelse af spørgsmål Ø.-AA.

AA. Skønsmændene anmodes om at oplyse, til hvilken pris sælgeren i eksempel 1, som forudsættes at tage rationelle økonomiske beslutninger i forhold til sælgerens aktiver, ville forlange som forudsætning for at ”transaktionen ... vil finde sted”.

Det må så antages her igen, at en kontant betaling fra en transaktion er direkte sammenlignelig med en tilsvarende nutidsværdi knyttet til sælgers fortsatte ejerskab af aktivet.

Ifølge Eksempel 1 er nutidsværdien af aktivet under ejers fortsatte drift antaget til at være 1.400. Hvis man endvidere her forudsætter, at efter skat værdien skal være den samme for, at ”transaktionen... vil finde sted”, da vil sælger forlange $1.400/(1-30\%)=2.000$.

Vi kommenterer også på dette tal i det følgende.

Kommentarer til resultaterne i spørgsmål Ø.-AA.:

For god ordens skyld vil vi lige kommentere lidt på resultaterne i spørgsmål Ø.-AA.

Først og fremmest skal det understreges, at de angivne værdier generelt ikke kan tages som udtryk for en egentlig værdiansættelse – hverken i forhold til en transaktion mellem to uafhængige parter eller i forhold til værdien ved sælgers fortsatte drift.

Som det fremgår af Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018) betragtede vi alene Eksempel 1 for at prøve at belyse fordelingen af TAB i en transaktion ud fra en mere teoretisk tilgang. Dette fremgår specielt af Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 20):

” Vi finder specielt, at der findes teoretiske argumenter for, hvorfor det i en handel mellem to uafhængige parter ikke vil give mening at medregne en TAB, der er højere end den hypotetiske købers skattefordel. Hvis man medregner en TAB, der er højere end den

hypotetiske købers skattefordel, vil man under simple antagelser have, at værdien (købe summen) overstiger den samlede værdi set fra købers side, og en rationel køber vil der med ikke være interesseret i at gennemføre handlen. Eksempel 1 uddyber og diskuterer dette med et simpelt eksempel.”

I forlængelse heraf – og som ovenstående resultater viser med al tydelighed – så skal der normalt et forskelligt syn på aktivet eller synergier hos køber til for, at der i sidste ende kan blive enighed om en transaktionspris, som både køber og sælger kan acceptere. Vi kommenterede på disse forskelle i forlængelse af Eksempel 1 i Skønsmand 1 og Skønsmand 2 (2018, s. 22):

” Diskussion af antagelserne i Eksempel 1:

Det er klart, at der i praksis langt fra behøver at være enighed om de grundlæggende antagelser vedr. projektet og køber og sælger behøver ikke at have ens skatteforhold.

I tilfælde, hvor køber og sælger ser forskelligt på aktivet vil det naturligvis have konsekvenser for, hvorledes de to parter vurderer de fremtidige cash flows og dermed også for de to parter værdiansættelse af aktivet, jf. blandt andet også diskussionen i svaret på Spørgsmål U. En sådan divergens i vurderingen af aktivet bør dog kun indregnes i værdiansættelsen i forbindelse ved vurderingen af aktivets fremtidige forventede cash flows (som vi har gjort det i alle de foretagne værdiansættelser). Divergensen hverken bør eller kan bruges som et argument for, at køber skal betale hele (eller endda mere) af den opnåede skattefordel til sælger.”

Selve eksemplet havde således alene det formål at angive, hvad vi finder et fornuftigt skøn over fordelingen af TAB mere end det kan tages som en tilgang til selve værdiansættelsen i forbindelse med en transaktion.

Generelt viser resultaterne her også, at den skattemæssige behandling vil isoleret set mindske mulighederne for en transaktion. Dette skyldes, med de givne forudsætninger, at sælger vil blive beskattet øjeblikkeligt af 30% af transaktionsprisen, mens købers skattefordel (TAB) udgøres af 30% af transaktionsprisen, der omvendt fordeles ud over de efterfølgende 7 år, hvormed nutidsværdien heraf vil være mindre end den øjeblikkelige beskatning hos sælger. Skattemæssigt vil der således være et nettotab i forbindelse med en transaktion og i tilfælde med ens vurderinger af aktivets fremtid, findes der således ikke en transaktionspris som køber vil være villig til at betale og som fuldt ud vil dække den skattemæssige effekt hos sælger.

De her bestemte resultater for Eksempel 1 kan også bruges til at illustrere disse pointer. I forlængelse af Eksempel 1 kan værdien på 1400 opfattes som værdien bestemt ved Options Realistically Available eftersom det svarer til værdien under ejers fortsatte brug. Hvis et salg udløser en skat på 30% af transaktionspri

sen vil sælger mindst forlange en transaktionspris på 2000, jf. også svaret på spørgsmål Å og AA.

Givet en transaktionspris på 2000 følger det af Tabel 2, at Samlet værdi af skatteaktivet udgør 417, hvormed køber skal værdiansætte aktivet (inkl. synergier men ekskl. den nævnte skattefordel) til en samlet nutidsværdi på mindst: $2000 - 417 = 1583$, der altså direkte kan sammenlignes med sælgers interne værdiansættelse på 1400.

Tabel 2: Skattefordelen ved en transaktionspris på 2000

c) Transaktionspris = a) + b)	2000,00							
Værdi af skattefordel:								
Årlige afskrivninger = c) / 7	285,71							
År		1	2	3	4	5	6	7
Skatteværdien af afskrivningen (30% skat)		85,71	85,71	85,71	85,71	85,71	85,71	85,71
Samlet værdi af skatteaktivet	417,29							

Note: Tabellen viser beregningen af størrelsen af skattefordelen (TAB) i tilfældet med en transaktionspris på 2000 i Eksempel 1.

Med andre ord så er det altså nødvendigt med væsentlige forskelle i vurderingen af et aktivs fremtidige værdi (inkl. eventuelle synergier eller specifikke motiver for henholdsvis at sælge eller købe aktivet) for, at der findes en transaktionspris, som vil kunne accepteres af både køber og sælger.

...

- 4. Skønsmændene anmodes om at oplyse, om nogen af skønsmændenes svar på Skattestyrelsens spørgsmål Æ - AA i Skattestyrelsens Supplerende spørgetema III af 27. februar 2019 giver skønsmændene anledning til at ændre deres skønsmæssige vurdering af markedsværdien - "Fair Market Value" mellem to uafhængige parter - på DKK 574 mio., jf. skønsmandenes svar på spørgsmål 1 og 3.**

Vore svar på Skattestyrelsens spørgsmål Æ - AA i Skattestyrelsens Supplerende spørgetema III af 27. februar 2019 giver ikke skønsmændene anledning til at ændre vores skønsmæssige vurdering af markedsværdien - "Fair Market Value" mellem to uafhængige parter - på DKK 574 mio. (jf. Skønsmand 1 og Skønsmand 2, 2017)

”

Landsskatteretten traf den 14. november 2022 afgørelser vedrørende FAS og Ferring Holding Danmark A/S. Af afgørelsen vedrørende FAS fremgår bl.a.:

”

Klagepunkt	SKATs afgørelse	Klagerens opfattelse	Landsskatterettens afgørelse
<u>Indkomståret 2003</u> Forhøjelse af værdien af overdragne immaterielle aktiver	1.028.000.000 kr.	574.000.000 kr.	SKATs forhøjelse ned sættes til et lavere beløb. Den talmæssige opgørelse overlades til Skattestyrelsen, jf. Forretningsordenen for Landsskatteretten § 12, stk. 5.
<u>Indkomståret 2004</u> Tilbageført medregnede avance ved overdragelsen af immaterielle aktiver	-162.318.000 kr.	-162.318.000 kr.	-162.318.000 kr.

Møde mv.

Der har været et afholdt møde mellem klagerens repræsentant og Skatteankestyrelsens sagsbehandler, ligesom klagerens repræsentant har udtalt sig ved et møde med Landsskatteretten. Der har endvidere været afholdt syn og skøn.

Faktiske oplysninger

Ferring-Group blev stiftet i 1950 og ændrede navn til Ferring i 1954. Virksomheden blev oprindeligt grundlagt i Malmø og ekspanderede senere til Danmark og Tyskland i 1956. Siden har virksomheden udviklet sig til en verdensomspændende koncern med hovedsæde i Schweiz.

Ferring Holding SA, Schweiz ejer Ferring International Center SA (herefter FICSA) 100%, samt er 100% ejer af Ferring B.V., som er gruppens mellemliggende holdingselskab, der ejer aktiekapitalen i Ferring Pharmaceuticals A/S, Danmark og Ferring Holding Danmark A/S, der ejer Ferring Lægemidler A/S samt Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S (herefter FAS).

Koncernens hovedaktiviteter består i udvikling, produktion og salg af farmaceutiske produkter. Koncernens produkter er receptpligtig medicin. Således er det overvejende hospitaler, specialister og forsikringsselskaber, som er koncernens kunder.

Ferring-koncernen er en forskningsbaseret farmaceutisk virksomhed, der udvikler og markedsfører medicinske produkter inden for bl.a. infertilitet, urologi (urinvejssygdomme) og gastroenterologi (sygdomme i mave- og tarmsystemet).

Ferring er på verdensplan førende indenfor forskning og udvikling af Peptides, som er en biologisk aktiv, men uskadelig substans, der produceres af menneskekroppen selv.

Ferring opererer med et globalt netværk af forskningsfaciliteter, produktions- samt salgsselskaber og er en nichedeltager i den globale farmaceutiske industri.

Koncernens produktion inden for gastroenterologi blev primært forestået af FAS, som startede med at producere det laxative produkt, Klyx. FAS voksede kraftigt og i 1986 introduceredes produktet Pentasa, der blev udviklet som et resultat af FAS' egen forskning.

Pentasa er et af de bedst kendte produkter fra Ferring og har siden dets lancering i den sidste del af 80'erne været et af de mest effektive præparater til behandling af kroniske betændelsestilstande i tarmen mv.

FAS' salg af Pentasa udgjorde i 2003 ca. 98% af selskabets omsætning, mens Klyx kun sælges i et meget beskedent omfang (under 1% i 2003).

Frem til 2003 har FAS været ansvarlig for hovedparten af funktionerne i forbindelse med Pentasa, herunder været den eneste indenfor Ferring, der har fremstillet produktet, udført R&D-aktiviteter tillige med nogle centrale salgsfunktioner.

FAS' produktionsfaciliteter var internt i koncernen kendt som "Pentasa-fabrikken", idet selskabets produktion rettede sig mod Pentasa med det aktive stof mesalazine. Salget af Pentasa er steget kraftigt. I 1986 anvendtes mindre end 300 kg mesalazine, mens der i 2009 anvendtes over 200 tons.

FAS solgte Pentasa og Klyx til koncernens salgsselskaber. Selskabet produktomsætning består primært af koncerninternt salg til salgsselskaberne, mens royaltysindkomst modtages fra tredjemand, henholdsvis Shire i USA og Nisshin i Japan.

Den 1. april 1998 erhvervede Shire i USA marketingsrettighederne til Pentasa for markedet i USA fra Hoechst Marion Roussel for USD 136 mio., svarende til 958 mio. kr.

FAS' aftale med Shire i USA er oprindeligt indgået den 25. april 1983 (opr. med Hoechst Marion Roussel). Aftalen giver Shire en eksklusiv ret til at fremstille, bruge og sælge produkter, som indeholder 5-aminosalicylic acid (5-ASA) på markedet i USA og Canada samt eksklusiv ret til at anvende varemærker i forbindelse hermed. For denne ret skal Shire betale en royalty, også efter at patenteret er ophørt, hvor den udgør 4% af omsætningen. Endvidere fremgår det af aftalen, at Shire i tilfælde af udløb eller ophør af aftalen, skal betale 2% for brug af varemærke.

Shires marketingsrettigheder til Pentasa i USA genererede i 1999 en omsætning på USD 51,8 mio. (svarende til ca. 355 mio. kr.).

Royalty-grundlaget i USA er ifølge Shires offentliggjorte regnskaber steget fra \$51,8 mio. i 1999 til \$99,3 mio. i 2003 svarende til en årlig stigning på 18%. Til sammenligning er FAS' salg af Pentasa i perioden 2000 til 2003 steget fra €81 mio. til €112 mio. i 2003 svarende til en årlig stigning på 11%.

FAS har den 14. april 2010 dokumenteret, at det faktiske royaltygrundlag for 2003 er 634.017.000 kr.

På overdragelsestidspunktet i 2003 verserede en tvist mellem Shire og FAS om størrelsen af royaltybetalingerne. Shire var af den opfattelse, at der skulle betales royalty med 2% i stedet for 4% fra og med den 2. juli 2003 som følge af, at Shire mente, at patentet var udløbet i januar 2002.

FAS var af den opfattelse, at der skulle betales 4% i royalty indtil oktober 2007.

Tvisten blev forliget i 2005, således at Shire skulle betale 4% royalty i perioden indtil 31. december 2005, 3,5% i perioden derefter indtil 1. oktober 2007 og her - efter 2%.

Royaltyindtægter fra Nisshin i Japan er steget fra 22,2 mio. kr. i 2001 til 25,4 mio. kr. i 2003.

FAS har den 14. april 2010 dokumenteret, at det faktiske royaltygrundlag for 2003 er 611.032.000 kr., og at de effektive royaltysatser ifølge aftalegrundlaget udgør 4,15% de første 10 år fra introduktion af det enkelte produkt og herefter 1,66% (83% af royaltysatsen på henholdsvis 5% og 2%).

Produktionen af Pentasa og Klyx foregik på FAS' fabrik i Vanløse, der var etableret tilbage i 1950'erne.

Som følge af, at fabrikken var blevet utidssvarende og produktionen derfor havde et uacceptabelt niveau, både med hensyn til produktionsmængde, kvalitet og rettidig levering, og da det ikke var muligt at udvide eller omlægge produktionen - fabrikken var opført i et område, der efterfølgende havde udviklet sig til et beboelsesområde - samt da selskabet oplevede tiltagende problemer med at efterleve diverse regulatoriske og miljømæssige krav, havde koncernen intet andet valg end at opføre et nyt produktionsanlæg.

Da der gjaldt tilsvarende forhold, for så vidt angik koncernens fabrik i Malmø (Ferring AB), der bl.a. producerede urologi-produktet Minirin, traf koncernen beslutning om at samle produktionsfaciliteterne i Danmark og Sverige i ét nyt

produktionsanlæg i St. Prex, Schweiz, hvor der også skulle opføres et nyt hovedkontor. Koncernens hovedkontor var i forvejen beliggende i Lausanne, få kilometer fra St. Prex.

Ved aftale underskrevet den 16. december 2003 og med ikrafttrædelsesdag den 1. januar 2004 overdrog FAS således samtlige aktiver, bortset fra det forældede produktionsapparat, (dvs. immaterielle aktiver, forsknings- og udviklingsprojekter, knowhow, igangværende arbejder, kontrakter og goodwill m.v.) til det koncernforbundne schweiziske selskab FICSA.

Ifølge overdragelsesaftalen udgjorde købesummen for de overdragne aktiver 162.200.000 kr. Købesummen blev fastsat på baggrund af goodwillberegning i henhold til TSS-Cirkulære 2000-10.

...

TP-dokumentation

Ifølge koncernens TP-dokumentation for årene 2002-2006 er Ferrings produkter følgende:

- Minirin, som udgør 27% til 22% af koncernens omsætning.
- Tractocile – Propess – Decapeptyl
- Menogon – Menopur, som udgør 25% til 27% af koncernens omsætning
- Pentasa, som udgør 20% til 21% af koncernens omsætning.
- Glypressin
- Zomacton
- Euflexxa

Ifølge specifikation af omsætningen til tredjemand vedrørende produktet Pentasa, udgør Ferringkoncernens tredjemandsomsætning som følger:

Beløb i DKK 1.000 (Eurokurs 7,4)		<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>1999</u>
Koncernens omsætning, Pentasa	533.155	601.021	679.801	759.077	827.461	
Vækst i omsætning		12,7%	13,1%	11,7%	9,0%	

...

I 2000 blev FICSA stiftet og har siden stiftelsen fået overført nøglefunktioner fra andre koncernselskaber, herunder ejerskab til væsentlige immaterielle aktiver vedrørende koncernens produkter.

FICSA's virksomhed er at eje samt udvikle og vedligeholde immaterielle aktiver, at levere serviceydelser til koncernens selskaber samt at producere koncernens produkter.

Desuden blev der bygget en ny produktionsfabrik i Schweiz, som stod færdig i slutningen af 2005, og som blev taget i fuld drift i løbet af 2007.

Denne udvidelse af produktionskapaciteten gjorde det muligt for koncernen at imødekomme øget efterspørgsel og sikre leverancer af daværende og fremtidige produkter. F.eks. oversteg volumen af Pentasa i 2004 FAS' produktionskapacitet, hvilket medførte, at FAS var nødt til at udlicitere en del af produktionen til en uafhængig part.

Strukturændringerne indenfor koncernen, der blev sat i gang med stiftelsen af Ferring Pharmaceuticals A/S i Danmark i 1992 og FICSA i Schweiz i 2000, har haft stor indvirkning på FAS. Først udliciterede FAS i 1999 sine forsknings- og udviklingsaktiviteter. Siden har selskabet i 2003 overdraget samtlige immaterielle aktiver til FICSA og ifølge koncernens strategi, udarbejdet i 2003, blev det besluttet, at selskabets produktion skulle afvikles over årene 2004 til 2008.

Af selskabets TP-dokumentation for 2003 afsnit V "FAS" fremgår følgende:

"FAS er stiftet i 1956 og har frem til og med 2003 været et full-fledge produktionsselskab, herunder ejer af patent, varemærker samt rettighederne til produkterne Pentasa og Klyx, som selskabet selv har udviklet. Pentasa blev introduceret i 1986."

Efter overdragelsen af de immaterielle aktiver i 2003, består FAS' virksomhed af at være kontraksproducent for FICSA på kostplus-basis.

...

De kontrollerede transaktioner

Ifølge Asset Sale and Purchase Agreement overdrager FAS alle immaterielle aktiver, specificeret i aftalens appendix 1, til koncernens moderselskab FICSA.

Det fremgår indledningsvist af aftalen, at ikrafttrædelsesdatoen for aftalen er den 1. januar 2004. Aftalen er underskrevet af aftaleparterne den 16. december 2003.

Af aftalens afsnit 4 pkt. 1 fremgår, at køber skal betale sælger 162.200.000 kr. i vederlag for købet af de nævnte aktiver (se specifikation nedenfor). Af aftalens afsnit 4 pkt. 2 fremgår, at vederlaget skal betales på ikrafttrædelsesdatoen for aftalen.

FAS har medregnet afståelsesvederlaget 162.200.000 kr. ved opgørelse af den skattepligtige indkomst for 2004.

Overdragelsen omfatter ifølge aftalens appendix 1 samtlige af FAS' immaterielle aktiver:

Patenter og patentansøgninger:

- 5-ASA preparation for enema with patent expiration in 2004
- Composition for treatment of UC and Crohn's by oral route with patent expiration during 2002-2007
- Granulate Formulation with patent expiration 2016
- 5-ASA and insoluble base with patent expiration date 2014
- 5-ASA suppositories by compression with expiry date 2012-2016
- Electrolysis of phenylazophenols at high temp with expiration date 2004-2006

Varemærker og varemærkeansøgninger:

- | | | |
|-------------|-------------|----------------|
| • AMSAL | • ISACTID | • PERIDURIN |
| • ANTARVIN | • KALFOMIN | • PREDNIMENT |
| • ARACINID | • KLYX | • QUINTAS |
| • BREVACTID | • LEVITRAST | • QUINTASA |
| • E-VITON | • LUTRELEF | • Q_VITON |
| • FERRING | • MEMON | • RECTOPHYLLIN |
| • IDURIDIN | • PEDYOL | • SALIMENT |
| • IGEMIN | • PENIOCAN | • UMBILLOSAN |
| • INCYSTIN | • PENTASA | • UNOPELCIN |

Den overvejende hovedpart af varemærker ejet af FAS, relaterer sig til Pentasa, Klyx og Quintasa. FAS ejede eksempelvis over 50 registrerede patenter vedrørende Pentasa spredt på flere lande, ligesom de også omfattede forskellige design og sprog (f.eks. kinesisk, latin m.fl.). Hovedparten af Pentasavaremærkerne blev indregistrerede i 1980'erne og i de tidlige 90'ere.

Igangværende R&D-projekter og alle rettigheder forbundet hermed:

- PINCE: PENTASA Phase IV
- FE 196 473: V2-agonist
- PENSAC1: PENTASA sachet 1g
- PENSAC2: PENTASA sachet 2g
- PENUS: PENTAS US formulation
- TABPEN: PENTASA tablet formulations

De R&D-projekter, der er nævnt ovenfor, blev koordineret af IPC, og betalt af FAS. Ud over disse projekter har et antal yderligere R&D-projekter været finansieret af FAS og er blevet gennemført af FBV (eller af dets underleverandører), og projekter omfattet af sådanne aftaler er også inkluderet i de sidste af de immaterielle aktiver, som er blevet afstået.

Rettigheder og knowhow forbundet med fremstilling af produkter:

Denne undergruppe af immaterielle aktiver relaterer sig til den produktions-knowhow hos FAS, der er et resultat af virksomhedens mangeårige produktionsaktiviteter. Som det er nævnt ovenfor, var FAS den eneste fremstiller af PENTASA (koncernintern).

Distributionsaftaler:

Eksempler på sådanne aftaler omfatter salgsaftaler med enheder beliggende i Saudi Arabien, i Egypten og i Chile.

Leverance-, licens-, service- og royaltyaftaler:

Eksempler på disse aftaler omfatter aktive aftaler med uafhængige enheder, der dækker markederne Japan, USA samt Canada.

Andre undergrupper af immaterielle aktiver:

Eksempler på andre immaterielle aktiver, der er afhændet;

- Vendor's Clients and Customer Lists
- Settlement Agreements
- Marketing Authorisations and Similar Permits
- All of Vendor's pending orders

...

Syn og skøn

Selskabet anmodede den 25. september 2013 Københavns Byret om syn og skøn i sagen. Skønsmand 1, professor CBS, og Skønsmand 2, tidligere koncerndirektør i Novo Nordisk A/S, blev udpeget som syns- og skøns mænd.

Skønsmændenes værdiansættelse tager - ligesom SKATs værdiansættelse - udgangspunkt i en DCF-model. Skønsmændene har værdiansat de overdragne immaterielle aktiver til 574 mio. kr.

Værdiansættelsen på de 574 mio. kr. tager udgangspunkt i en DCF-model. Værdier og beregninger sammenholdes med henholdsvis SKATs og E&Ys værdiansættelser.

I SKATs forslag til afgørelse er værdien af de immaterielle aktiver opgjort til 1028 mio. kr. På baggrund af nye oplysninger, som selskabet efterfølgende fremlagde i sagen, opgør SKAT til værdien af Pentasa til 1324 mio. kr. Hertil kommer værdien af V2 agonist og Klyx.

Skønsmændene bemærker, at SKAT tilbagediskonterer terminalværdien fra 2018, men det korrekte er at tilbagediskontere værdien fra 2017. Skønsmændene justerer SKATs beregning, hvorefter den korrekte værdi er 1285 mio. kr.

Samlet er det derfor SKATs vurdering, at værdien af Pentasa kan opgøres til 1.324.000.000 kr.,

Skønnet DCF-værdier (mio. kr.):

DCF-resultater	Skønsrapport	SKAT (oprindelig)	SKAT (opdateret)
1) EV (inkl. justering for fabrik)	734	1024	1267
2) Nettoaktiver	219	219	219
3) Immaterielle aktiver = 1)-2)	515	805	1048
4) Værdi - skatteaktivet	59	223	276
Værdien af immaterielle aktiver = 3)-4)	574	1028	1324
	11,5%	27,7%	26,3%

...

SKATs afgørelse

SKAT har ved afgørelse af 13. august 2010 forhøjet selskabets skattepligtige indkomst for indkomståret 2003 med avance ved overdragelse af immaterielle aktiver med 1.028 mio.kr. Indkomstforhøjelsen er foretaget med henvisning til af skrivningslovens § 40, stk. 6, og ligningslovens § 2.

...

Efter fremsendelsen af forslag til afgørelse af 30. april 2009 er der fra selskabet løbende fremkommet nye oplysninger og dokumentation, og det er på baggrund heraf SKATs vurdering, at værdien af de overdragede immaterielle aktiver kan opgøres til et højere beløb end i forslag til afgørelse, nemlig mindst 1.324.000.000 kr. Som følge af fristreglerne i skatteforvaltningslovens § 26, stk. 5, fastholder SKAT dog den varslede forhøjelse af den skattepligtige indkomst i indkomståret 2003 med 1.028 mio. kr.

...

SKATs vurdering af nedslaget (den virksomhedsspecifikke præmie)

Det er SKATs opfattelse, at en virksomhedsspecifik præmie kan indregnes, når særlige forhold taler herfor, og således kun kan indregnes, når virksomheden som helhed kan betegnes som mere risikofyldt at investere i end de virksomheder, som har dannet grundlag for fastsættelsen af beta-værdien, og som der ikke andet steds er taget højde for, f.eks. i budgetteringen.

Ved vurderingen af den virksomhedsspecifikke præmies størrelse, skal der, i den konkrete sag, derfor henses til, at SKAT allerede har indregnet følgende forhold i budgetgrundlaget ved værdiansættelsen, hvilket eliminer eller minimerer risikoen vedrørende de særlige forhold, som selskabet henviser til:

- Beta-værdi, der ligger i den absolut højeste ende af intervallet af de sammenlignelige og de meget sammenlignelige i selskabets rådgiver E&Ys analyse.
- Nedjustering af omsætningen, som foretaget af Ferring i BP 2003 med henvisning til leveringsproblemer og parallelhandel.
- Investering i ny fabrik.
- Faldende omsætningsvækst fra 2009 og fra 2016 negativ omsætningsvækst på trods af, at der ikke noget i koncernens BP 2003, som indikerer en begrænset levetid for Pentasa - tværtimod er der planlagt en række tiltag, som skal understøtte en fortsat omsætningsvækst.

SKAT mener derfor, at der allerede i budgetgrundlaget og ved fastsættelse af beta-værdien er taget højde for den usikkerhed/risiko, som kan henføres til produktafhængighed og nedslidt produktionsanlæg.

SKAT er derfor ikke enig med selskabet i, at disse forhold begrundes, at nedslaget vedrørende FAS' virksomhed i form af en virksomhedsspecifik præmie skal ligge over det gennemsnitlige nedslag, der fremgår af handlerne i Mergerstats benchmark omkring det aktuelle overdragelsestidspunkt, på 12,2%.

...

SKAT har ved vurderingen heraf lagt vægt på følgende forhold:

- Tvivlen om Pentasas effekt i behandlingen af Crohn's Disease er opstået mange år før overdragelsen (1991 og 1997), uden at det har haft en negativ effekt på omsætningsvæksten for Pentasa (i perioden 1998-2003 er FAS' omsætning steget med 43%).
- Den forholdsmæssige andel af Pentasa-omsætningen, som vedrører Crohn's Disease, er ifølge selskabet den samme på markeder, hvor Pentasa ikke er registreret til behandling af Crohn's Disease, som på markeder, hvor Pentasa er registreret. Det har således ikke umiddelbart en betydelig negativ effekt på omsætningen, at myndighederne ikke har godkendt en indikation på Crohn's Disease.
- I koncernens BP 2003, afsnit 2.4, er problemet i forhold til Crohn's Disease nævnt som en trussel, men under afsnittet 2.5 "Key initiatives to counter

main threats” er der ingen initiativer beskrevet for at imødegå truslen med hensyn til Pentasas effekt på Crohn’s Disease.

- I koncernens BP 2003 under afsnittet ”Executive summary” fremgår det, at den primære udfordring vedrørende Pentasa er de aktuelle produktions- og leveringsproblemer. Problemet i forhold til Crohn’s Disease bliver således ikke nævnt i den overordnede konklusion.
- I bilag 8 har selskabet i appendix R fremlagt et referat af rundbordsmøde i september 2003, som Ferring har afholdt med eksterne deltagere. Overordnet var det deltagergruppens opfattelse, at Pentasa stadig i vidt omfang ordineres i mange klinikker i forbindelse med behandling af Crohn’s Disease. Dette skyldes, at Pentasas brug ved Crohn’s Disease er historisk og baseret på 10 år gamle data.
- Strategier for at løse Crohn’s Disease problemet er ifølge rundbordsmødet alene af informativ karakter, som at få udbredt oplysninger om korrekt dosering af Pentasa.
- Det har indtil dags dato været umuligt for FAS at rekruttere patienter til gennemførelse af et forsøg, der kan af- eller bekræfte tvivlen, da patienter med Crohn’s Disease ikke er villige til at give afkald på behandlingen med Pentasa, jf. bilag 13.
- Der er intet i koncernens BP, herunder budgetteringen for perioden 2003-2008, eller materiale i øvrigt, der dokumenterer, at der på overdragelses tidspunktet foreligger en kvantificerbar og forudsigelig udvikling, hvor Pentasa omsætningen pludselig og drastisk falder.

Desuden er Crohn’s Disease-problemet ikke entydigt en risiko på overdragelsestidspunktet, men forholdet har også en ”upside”, såfremt der gennemføres en klinisk test, der viser, at Pentasa har en effekt i behandlingen af Crohn’s Disease.

SKATs konklusion

SKAT accepterer en beta-værdi på 1,138, der ligger i den absolutte højeste ende af intervallet i de, af selskabets rådgiver E&Y, udarbejdede benchmark.

Herved er der, efter SKATs opfattelse, taget højde for de større risici, der følger af FAS’ produkafhængighed.

...

I den forbindelse har SKAT henset til de særlige forhold vedrørende Crohn's Disease, der efter SKATs opfattelse dog maksimalt kan tilsige et nedslag i værdiansættelsen på omkring 10% af værdiansættelsen. Dette skyldes, at der allerede er henset til øvrige selskabsspecifikke forhold i det gennemsnitlige selskabsspecifikke nedslag. Endvidere er der anvendt en relativ høj betaværdi og indregnet væsentlige investeringer i produktionsforbedringer.

...

Ferring koncernens BP 2003 er udarbejdet på grundlag af et virksomhedsspecifikt kendskab samt en detaljeret analyse af faktiske historiske forhold og de omgivelser, som koncernen opererer i. BP 2003 er således en underbygget helhedsvurdering, der tilsigter et realistisk grundlag og styringsredskab for koncernens fremadrettede virksomhed, jf. bilag 4.

Således anviser koncernens BP 2003 konkrete nøgleforhold, strategier og tiltag, som skal sikre fortsat vækst i Ferrings Pentasa-omsætning. Ferring har således fokus på nye produkter og kunder, højere doseringer, stabilisering af leverings situationen, men også fokus på at øge antallet af ucerative colitis patienter, hvor potentialet synes åbenbart for Ferring. Ferrings omsætning vedrørende ucerative colitis udgør kun ca. 33% af den samlede Pentasa-omsætning, medens målgruppen i form af patienter med ucerative colitis udgør 63% af IBDs totale patientgrundlag på markedet i EU (se nedenfor vedr. "Datamonitor-rapporten").

Desuden fremgår det af BP 2003, at tidligere års BPer har været realistiske, og at den forventede omsætning frem til 2008 er konservativt fastsat.

Det bemærkes i den forbindelse, at Ferring-koncernens realiserede totale omsætning i årene umiddelbart efter overdragelsen har været i niveau med den forudsagte totale omsætning i BP 2003. Oplysninger om realiseret koncernomsætning for 2004-2006 har SKAT fra koncernregnskabet og for 2008 fra Amadeus, jf. bilag 16 (SKAT har ikke oplysninger for 2007). Oplysninger om budgetteret koncernomsætning fremgår af afsnit 9.5 i BP 2003.

tusind EUR	2004	2005	2006	2008
Realiseret omsætning	608.528	687.907	732.693	1.013.000
Budget, BP	615.900	696.883	764.189	1.033.000

SKAT er derfor ikke enig, når koncernen mener, at SKAT (og dermed Ferring i sin BP 2003) ikke har taget særlig højde for f.eks. konkurrenceforhold, som jo var kendt af Ferring på tidspunktet for udarbejdelsen af BP 2003 og derfor indgår i Ferrings vurdering af den forventede omsætning.

Pentasa-omsætningen er i samtlige år nedjusteret, jf. specifikation side 25-26 i BP 2003, for at tage højde for følgende konkrete forhold:

- Leveringsproblemer, som følge af Vanløse-produktionen.
- Parallelhandel.

Desuden er den budgetterede Pentasa-omsætning på 185 mio. EUR udskudt til 2008 i BP 2003 i forhold til BP 2002. Dette begrundes med, at den forventede omsætning ikke må virke uopnåelig og demotiverende.

Koncernen har i BP 2003 nævnt følgende konkrete trusler, strategier og tiltag, som således indgår i grundlaget for vurdering og kalkulation af omsætningen vedrørende Pentasa:

Leveringsdygtighed er den primære trussel vedrørende Pentasa. Denne trussel afhjælpes ved optimering af processen og delvis out-sourcing, jf. side 5 i BP 2003 samt side 18-20, der vedrører primære initiativer for at imødegå primære trusler og omhandler plan for at sikre produktionen af Pentasa i perioden 2003-2008.

...

Klyx

I Deloitte's værdiansættelsesrapport indgår Klyx kun med en omsætning på 3,4 mio. kr. i 2004 og 3,5 mio. kr. i 2005. Herefter bortfalder omsætningen vedrørende Klyx helt fra værdiansættelsen. Baseret på den i rapporten fastsatte indtjeningsmargin svarer det til en netto indtjening på Klyx på i alt 0,8 mio. kr.

I forbindelse med selskabets indsigelse mod SKATs forslag til afgørelse fremkom der imidlertid nye oplysninger om omsætningsniveau og horisont vedrørende Klyx.

Selskabet har den 10. maj 2010 fremlagt et regneark, som ifølge selskabet er grundlaget for BP 2003 vedrørende Klyx:

	2004	2005	2006	2007	2008
Antal solgte stk.	1.567.720	1.421.103	1.530.003	1.569.053	1.574.653
Stk. omk. i kr.	7,84	7,92	7,86	7,86	7,87

Af regnearket, som ifølge selskabet er E&Ys korrigeret udgave af BP 2003, fremgår omsætningen for Klyx som følger i tusind kr.:

	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	17.960	16.454	8.793	0	0

SKAT bemærker, at der foreligger uoverensstemmelser mellem de data, der anvendes i grundlaget i modellen, og de faktiske forhold, da det ikke virker sandt synligt, at produktionsomkostningerne (11,7 mio. kr.) vedrørende Klyx er næsten 4 gange større end omsætningen (3 mio. kr.). Vedrørende produktet Klyx fremgår det, jf. bilag 12, at den faktiske volumen udgør ca. 1,5 mio. styk i 2003. Stykomkostningerne er beregnet til ca. 7,8 kr. Dette svarer til, at de samlede produktionsomkostninger vedrørende Klyx udgør 11,7 mio. kr. i 2003. Omsætningen vedrørende Klyx udgjorde imidlertid kun ca. 3 mio. kr. i 2003 ifølge FAS' årsregnskab 2003.

På værdiansættelsestidspunktet er Klyx et færdigudviklet og markedsført produkt, hvor der i henhold til det oplyste er budgetteret med et omsætningsniveau og en omsætningshorisont, der afviger markant fra det af Deloitte tidligere oplyste. Det kan endvidere oplyses, at Klyx fortsat afsættes på det danske marked. Produktet kan anvendes som grundlag for udvikling af nye versioner. Eksempelvis er der i 2007 igangsat et projekt vedrørende udvikling af MicroKlyx.

På den baggrund er det SKATs opfattelse, at der ved værdiansættelsen skal tages højde for den udeladte omsætning vedrørende Klyx. SKAT finder det ikke nødvendigt at skønne over værdien af Klyx.

SKAT bemærker, at selskabet ikke kan imødekomme SKATs anmodning om en kopi af BP 2002.

...

Klagerens opfattelse

Selskabet har i klagen til Landsskatteretten nedlagt påstand om, at den skattepligtige indkomst for indkomståret 2003 skal forhøjes med 162.318.000 kr.

...

Selskabet har den 29. november 2019 frafaldt påstanden om, at goodwillcirkulæret kan anvendes. Selskabet finder, at skønsmændenes værdiansættelse på 574 mio. kr. kan lægges til grund ved Landsskatterettens afgørelse.

Selskabet kan tilslutte sig skønsmændenes fastsættelse af overdragelsessummen med den deri foretagne hensyntagen til alene købers skatteposition (TAB). Det er selskabets opfattelse, at der med de i sagen fremkomne skønrapporter foreligger et sikkert grundlag for at tilsidesættes SKATs værdiansættelse.

Selskabet er enig med SKAT i, at overdragelsessummen vedrørende de immaterielle aktiver skal beskattes i indkomståret 2003 og ikke i indkomståret 2004.

...

Landsskatterettens afgørelse

...

Sagens realitet

Af statsskattelovens § 4 fremgår, at som skattepligtig indkomst betragtes, med de i det følgende fastsatte undtagelser og begrænsninger, den skattepligtiges samlede årsindtægter, hvad enten de hidrører her fra landet eller ikke, bestående i penge eller formuegoder af pengeværdi.

Efter afskrivningslovens § 40, stk. 6, jf. afskrivningslovens § 40, stk. 1 og stk. 2, skal fortjeneste ved overdragelse af goodwill og immaterielle aktiver såsom særlig fremstillingsmetode eller lignende (knowhow), patentret, forfatter- og kunstnerret og ret til mønster eller varemærke medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Da de immaterielle aktiver er oparbejdet i selskabet, svarer den skattepligtige fortjeneste til den værdi, som de immaterielle aktiver havde ved afståelsen.

Skattepligtige, der foretager handelsmæssige eller økonomiske transaktioner med en nærmere angivet kreds af interesseforbundne parter (kontrollerede transaktioner), skal ved opgørelsen af skatte- og udlodningspligtige indkomst anvende priser og vilkår i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktioner var afsluttet mellem uafhængige parter (armslængdeprincippet), jf. ligningslovens § 2, stk. 1. Armslængdeprincippet i bestemmelsen skal fortolkes i overensstemmelse med OECD's modeloverenskomst artikel 9, stk. 1, OECD's kommentarer hertil og OECD's Transfer Pricing Guidelines.

Det er ubestridt, at selskabet og Ferring International Center SA er omfattet af den kreds af interesseforbundne parter, der efter ligningslovens § 2 skal anvende priser og vilkår i overensstemmelse med armslængdeprincippet ved transaktioner med hinanden.

Det er ligeledes i sagen ubestridt, at der i forbindelse med overdragelsesaftalen af 16. december 2003 blev overdraget immaterielle aktiver fra selskabet til Ferring International Center SA. Endelig er SKAT og selskabet enige om, at beskatningstidspunktet er indkomståret 2003 og ikke indkomståret 2004, som oprindeligt selvangivet af selskabet.

SKAT har med hjemmel i ligningslovens § 2, stk. 1, foretaget en forhøjelse af selskabets skattepligtige indkomst for indkomståret 2003, idet SKAT har vurderet

de immaterielle aktivers markedsværdi på overdragelsestidspunktet til 1.028 mio. kr.

Selskabet har frafaldet anbringende om, at værdiansættelsen baseret på goodwillcirkulæret kan anvendes, og har i stedet nedlagt påstand om, at skøns mændenes værdiansættelse af de immaterielle aktiver på 574 mio. kr. kan læg ges til grund ved Landsskatterettens afgørelse.

Det lægges herefter til grund, at den koncerninterne afståelsessum på 162.318.000 kr. ikke er i overensstemmelse med armslængdeprincippet, og at en korrektion i henhold til ligningslovens § 2, stk. 1, derfor var berettiget.

Der er i sagen udarbejdet skønserklæringer af Skønsmand 1 og Skønsmand 2.

I besvarelse af spørgsmål A finder skønsmændene, at den af SKAT anvendte metode, Discounted Cash Flow (DCF), er egnet til at fastsætte markedsprisen for de overdragne immaterielle aktiver. Skønsmændene beregner herefter vær dien af de overdragne immaterielle aktiver til 574 mio. kr., baseret på en samlet vurdering af præmisserne for handelen. Skønsmændene understreger i denne forbindelse, at udgangspunktet for denne værdi har været, at markedsværdien skal være en værdi, som både en uafhængig køber og sælger ville kunne have accepteret.

Landsskatteretten tilslutter sig, at værdien af de overdragne immaterielle akti ver skal fastsættes på baggrund af DCF-modellen.

Om de enkelte elementer i skønsmændenes værdiansættelse har Landsskatte retten følgende bemærkninger:

Angående forventninger til indtjening på Pentasa efter overdragelsen af de im materielle aktiver vurderer skønsmændene, at en sælger vil argumentere for, at forecast af vækstrater i Business Plan 2003 skal være gældende. Skønsmændene lægger her vægt på, at Business Plan 2003 er et internt dokument, hvorfor man kan argumentere for, at det er et solidt dokument og et solidt forecast. Skøns mændene bemærker, at det er så solidt, at bestyrelsen baseret herpå har investe ret i ny produktionskapacitet og et nyt hovedkontor i Schweiz. Skønsmændene konkluderer i første omgang, at når selskabet investerer så mange penge, så må det være fordi, man har tiltro til planen og dermed til salgsforecast for Pentasa. Skønsmændene finder dog herefter, at en køber næppe vil acceptere en værdi ansættelse, der bygger på en vækst, der ligger væsentligt over den, der allerede er realiseret de foregående år. Pentasa anvendes i forbindelse med en kronisk sygdom, hvorfor der er et fremtidigt forbrug, som i høj grad er forudsigeligt, og derfor er det en velkendt metode, at man forecaster baseret på historiske data.

Endvidere er det skønsmændenes vurdering, at en køber vil kunne argumentere for, at Business Plan 2003 indeholder alt for optimistiske forecasts med henvisning til blandt andet Datamonitor.

Endelig anfører skønsmændene, at en køber vil fremføre, at interne bottom-up også har en indbygget risiko for at blive for optimistiske eftersom salgsafdelingen forecaster for højt et salg, produktionen for lave omkostninger og R&D forecaster for hurtige resultater.

Skønsmændene foretager herefter nedjusteringer af de budgetterede salgsforventninger, der fremgår af Business Plan 2003.

Det er Landsskatterettens opfattelse, at de vækstrater, der skal indgå i værdiansættelsen efter DCFmodellen, skal fastsættes i overensstemmelse med selskabets egne budgetter, udarbejdet forud for overdragelsen, som de fremgår af Business Plan 2003. Dette er i overensstemmelse med TPG 2017 pkt. 6.163 og 6.164 samt SKM2020.30.LSR. Fra 2009 og fremefter fastsættes vækstrater for salgsforventninger i overensstemmelse med de af skønsmændene fastsatte rater.

Landsskatteretten lægger i denne forbindelse vægt på, at budgettet og de forventede vækstrater for salg af Pentasa, som fremgår af Business Plan 2003, ligger til grund for selve investeringen i den nye fabrik i Schweiz, hvortil de immaterielle aktiver overdrages, og derfor må disse forecasts udgøre et realistisk grundlag at beregne værdien af selvsamme aktiver på. Der lægges endvidere vægt på, at der er taget udgangspunkt i budgetter for tidligere perioder, og budgettet ligger efter det oplyste mellem det konservative og det realistiske. Koncernen har tidligere budgetteret med en meget høj grad af nøjagtighed.

Med henvisning til at FAS over for køber vil kunne påvise, at Datamonitor-rapporten bygger på et fejlagtigt grundlag og en række generelle, udokumenterede antagelser, kan rapporten ikke anvendes til at nedjustere Ferrings eget budget, jf. Business Plan 2003.

Angående værdien af royaltyindtægter fra Shire (i USA) og Nisshin (i Japan) for marketingsrettigheder til Pentasa er det ligeledes Landsskatterettens opfattelse, at væksten i omsætningen til fastsættelsen af royaltygrundlaget skal beregnes i overensstemmelse med den generelle vækst i Pentasa-salget, der er forecastet i Business Plan 2003 for perioden frem til 2008. Fra 2009 og fremefter fastsættes vækstrater for salgsforventninger i overensstemmelse med skønsmændenes vurderinger.

Landsskatteretten finder videre, at selve royaltysatserne, der indgår i værdiansættelsen, skal baseres på de satser, der fremgår af skønsrapporten af 19. maj 2017, side 16. Landsskatteretten er i denne forbindelse enig med skønsmændene

nes vurderinger om, at royaltysatsen fra Shire mest rimeligt vil være 1,90% gennem hele perioden, idet der lægges vægt på det forhold, at Shire helt har undladt at betale royalty på overdragelsestidspunktet, hvilket tilsiger en så betydelig usikkerhed om såvel størrelsen som tidspunkt og omkostninger ved inddrivelsen heraf, at den mindste sats vil være realistisk, og at markedsværdien vil blive bestemt med udgangspunkt i denne sats.

Angående rettigheder til Klyx har skønsmændene skønnet værdien til ca. 10 mio. kr. Værdien er fremkommet ved at beregne nutidsværdien af de cash flows, der knytter sig til omsætningen for 2004-2006, svarende til i alt 43 mio. kr., som tilbagediskonteres med samme diskonteringsfaktor på 12,02%, som er anvendt generelt i skønsmændenes DCF-beregninger.

Landsskatteretten bemærker, at alle rettigheder til Klyx er omfattet af den koncerninterne overdragelse fra selskabet til Ferring International Center SA i 2003.

Angående værdien af skatteaktivet skal der i en transaktion mellem kontrolrede parter ved værdiansættelse af aktiver efter DCF-modellen, justeres for de skattemæssige konsekvenser hos køber og sælger, jf. punkt 6.178 i OECD TPG.

Det er Landsskatterettens opfattelse, at dette sker ved at tillægge hele værdien af købers skatteaktiv til værdien af de immaterielle aktiver, herunder værdien af rettighederne til Klyx. Der henvises i den forbindelse til SKM2020.30.LSR.

Landsskatteretten er for så vidt angår de øvrige forhold og forudsætninger enig i skønsmændenes værdiansættelse efter DCF-modellen.

Landsskatteretten stadfæster på denne baggrund SKATs afgørelse vedrørende indkomståret 2004 og ændrer afgørelsen vedrørende indkomståret 2003.

To retsmedlemmer voterer for, at SKATs forhøjelse vedrørende indkomståret 2003 nedsættes til et lavere beløb. Den talmæssige opgørelse heraf overlades til Skattestyrelsen, jf. Forretningsordenen for Landsskatteretten § 12, stk. 5, således at de vækstrater, der skal indgå i værdiansættelsen efter DCFmodellen for 2004 - 2008, skal fastsættes i overensstemmelse med selskabets egne budgetter, udarbejdet forud for overdragelsen, som de fremgår af Business Plan 2003. For så vidt angår af royaltyindtægter fra Shire (i USA) og Nisshin (i Japan) for markedsrettigheder til Pentasa, skal væksten i omsætningen til fastsættelsen af royaltygrundlaget beregnes i overensstemmelse med den generelle vækst i Pentasa-salget, der er forecastet i Business Plan 2003 for perioden 2004 - 2008. Værdien af rettighederne til Klyx tillægges den samlede værdi af de immaterielle rettigheder, inden værdien af købers skatteaktiv beregnes og tillægges. Værdien af købers skatteaktiv medtages fuldt ud.

Et retsmedlem bemærker:

Der er ikke påvist egentlige objektive, faglige fejl i skønsrapporterne eller væsentlige misforståelser af sagens faktiske og retlige forhold, hvorfor markedets værdien ved en handel af de pågældende immaterielle aktiver for indkomståret 2003 skal fastsættes i overensstemmelse med skønsmændenes værdiansættelse til 574 mio. kr.

Der træffes afgørelse efter stemmeflertallet, således at Landsskatteretten ændrer SKATs afgørelse.

”

På baggrund af Landsskatterettens afgørelse af 14. november 2022 ændrede Skattestyrelsen ved afgørelse af 12. januar 2023 FAS' skattepligtige indkomst for indkomståret 2003. Af afgørelsen fremgår bl.a.:

”

Afgørelse: Skattestyrelsen har ændret selskabets skattepligtige indkomst

Landsskatteretten har truffet afgørelse af 14. november 2022 om, at SKATs for højelse for indkomståret 2003 skal nedsættes til et lavere beløb, hvorfor den oprindelige forhøjelse af den skattepligtige indkomst for 2003, jf. SKATs afgørelse af 13. august 2010, hermed tilbageføres.

Den talmæssige opgørelse af den nye – lavere – forhøjelse for indkomståret 2003 har Landsskatteretten overladt til Skattestyrelsen, jf. Forretningsorden for Landsskatteretten § 12, stk. 5. Vi ændrer derfor selskabets skattepligtige indkomst for 2003 som anført nedenfor:

Indkomståret 2003

Tidligere indkomst	1.067.475.000 kr.
Tidligere forhøjelse vedrørende afståelse af immaterielle aktiver, jf. SKATs afgørelse af 13. august 2010	+1.028.000.000
Ny værdi af overdragne immaterielle aktiver, som følge af Landsskatterettens hjemvisning, jf. nedenfor	<u>+ 875.000.000</u>
Nedsættelse af den skattepligtige indkomst	-153.000.000 <u>-153.000.000</u>
Ændret skattepligtig indkomst	<u>914.475.000 kr.</u>

...

Sagsfremstilling og begrundelse

Landsskatteretten har i sin kendelse af 14. november 2022 besluttet, at SKATs oprindelige forhøjelse på 1.028.000.000 kr., jf. afgørelse af 13. august 2010, vedrørende afståelsen af selskabets immaterielle aktiver til et koncernforbundet schweizisk selskab, skal nedsættes til et lavere beløb.

Landsskatteretten har, jf. Forretningsordenen for Landsskatteretten § 12, stk. 5, overladt det til Skattestyrelsen at opgøre dette lavere beløb, idet Landsskatteretten dog samtidig giver relativ klare anvisninger om, hvorledes beløbet (afståelsessummen) skal opgøres:

- Værdiansættelsen skal baseres på en DCF-model (discounted cash flow-model), hvilket også er lagt til grund af både SKAT og syns- og skønsmændene.
- DCF-værdiansættelsen af de immaterielle aktiver på 574.000.000 kr., som opgjort af syn- og skønsmændene, skal justeres for følgende forhold:
 - De vækstrater, der skal indgå i værdiansættelsen efter DCF-modellen for 2004 - 2008, skal fastsættes i overensstemmelse med selskabets egne bud- og forventninger, udarbejdet forud for overdragelsen, som de fremgår af Business Plan 2003.
 - For så vidt angår royaltyindtægter fra Shire (i USA) og Nisshin (i Japan) for marketingsrettigheder til Pentasa, skal væksten i omsætningen til fastsættelsen af royaltygrundlaget beregnes i overensstemmelse med den generelle vækst i Pentasa-salget, der er forecastet i Business Plan 2003 for perioden 2004 - 2008.
 - Værdien af rettighederne til Klyx (opgjort af syns- og skønsmændene til 10 mio. kr.) tillægges den samlede værdi af de immaterielle rettigheder, inden værdien af købers skatteaktiv beregnes og tillægges.
 - Værdien af købers skatteaktiv medtages fuldt ud.

Baseret på disse anvisninger har Skattestyrelsen ved anvendelsen af DCF-modellen opgjort værdien af (og dermed salgssummen for) de overdragne immaterielle aktiver til 875.000.000 kr., jf. vedlagte bilag 1. Det skal bemærkes, at opgørelsen svarer til den, som fremgår af side 33 i Kammeradvokatens materiale samling fra retsmødet i Landsskatten (benævnt FMV 3.2).

På denne baggrund forhøjes selskabets skattepligtige indkomst for indkomståret 2003 med den fastsatte salgssum på 875.000.000 kr. for de immaterielle aktiver ved overdragelsen til det koncernforbundne schweiziske selskab Ferring International Center SA. Det bemærkes, at salgssummen svarer til fortjenesten, da

der er tale om oparbejdede immaterielle aktiver, hvorfor der ikke er nogen an - skaffelsessum.

Beløbet er opgjort med hjemmel i ligningslovens § 2 og er skattepligtigt i hen - hold til afskrivningslovens § 40, stk. 6.

Selskabets bemærkninger

Selskabet har ingen bemærkninger til Skattestyrelsens forslag til opgørelse efter Landsskatterettens kendelse.

”

Skattestyrelsens afgørelse af 12. januar 2023 var vedlagt bilaget ”Ferring DCF-værdiansættelse baseret på LSRs anvisninger”, hvorefter fremgår:

Bilag 1

WACC-beregning	
Risikofri rente	4,46%
MRP	4,60%
Beta	1,10
Specifik risikopræmie	2,50%
Afkastkrav EK	12,02%
Egenkapitalandel	100%

FMV 2.6 - Genskabelse af selskabets oprindelige værdiansættelse (Bilag 1 til skensrapporten, dateret 19. maj 2017)																	
Skattesats	30,00%																
WACC	12,02%																
Vækstrate (efter 2018)	+10,00%																
Rutine aflønning (% af prod. Omk.)	3,78%																
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Vækst i salg	10,00%	12,00%	10,00%	8,00%	7,00%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%		
Produktionsomkostninger i % af salg	66,00%	60,00%	56,00%	56,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	55,00%	57,00%	58,00%	60,00%	62,00%		
Distributionsomkostninger i % af salg	4,16%	5,24%	5,79%	5,79%	5,44%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%		
Forsknings- og udviklingsomkostninger i % af salg	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%		
Administrationsomkostninger i % af salg	6,59%	8,26%	9,15%	9,12%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%		
Afskrivninger i % af salg	2,45%	1,95%	2,13%	2,41%	2,67%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%		
Arbejdskapital i % af salg	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%		
Royalties - USA: Sats	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%		
Vækst i turnover, Shire	10,00%	12,00%	10,00%	8,00%	7,00%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%		
Turnover, Shire	697	781	859	928	993	1.052	1.095	1.116	1.139	1.139	1.025	922	830	747	672		
Royalties - Japan: Sats	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%		
Vækst i turnover, Nissin	7,00%	7,00%	7,00%	6,50%	6,50%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%		
Turnover, Nissin	654	700	749	797	849	900	936	955	974	974	876	789	710	639	575		
Investeringer i fabrik og pilot faciliteter			350														
Ekstra afskrivninger, fabrik og pilot faciliteter			35	35	35	35	35	35	35	35	35	35					
Netto arbejdskapital	176	198	217	235	251	266	277	282	288	288	259	233	210	189	170		
Salg Pentasa	535	599	659	711	761	807	839	856	873	873	786	707	636	573	515		
Produktionsomkostninger (justeret for Besparelser *)	353	359	369	398	388	411	428	436	445	445	432	403	369	344	320		
Rutine aflønning af produktion	13	14	14	15	15	16	16	16	17	17	16	15	14	13	12		
Distributionsomkostninger	22	31	38	41	41	44	46	47	48	48	43	39	35	31	28		
Forsknings- og udviklingsomkostninger	43	48	46	50	46	48	42	43	44	44	39	28	25	23	15		
Administrationsomkostninger	35	49	60	65	65	69	72	74	75	75	67	61	55	49	44		
Afskrivninger	13	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12		
Fer-royalty EBIT	55	86	82	90	150	160	176	180	185	185	130	106	120	96	81		
Royalties, Japan+USA	40	44	47	51	54	57	60	37	38	38	34	31	28	25	22		
Efter-royalty EBIT	95	129	130	141	205	217	236	217	222	222	164	137	148	121	103		
Afskrivninger	13	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12		
Skat på EBIT	29	39	39	42	61	65	71	65	67	67	49	41	44	36	31		
Ændring i arbejdskapital	15	21	20	17	16	15	11	6	6	0	-29	-26	-23	-21	-19		
Investeringer i anlægsaktiver	13	12	304	17	20	23	24	25	25	25	23	20	18	16	15		
Free cash flow	51	69	-244	116	162	172	189	182	185	191	179	157	127	106	91		
Værdi, terminalperiode (2018-)															415		
Diskonteringsfaktor	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5			
Nutidsværdi af Free cash flow	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34	0,30	0,27	0,24	0,22			
Værdi af virksomheden (Enterprise Value)															734		
Nettoaktiver															219		
Immaterielle aktiver															515		
Værdi af skatteaktivet															59		
Værdi af immaterielle aktiver															574		

Beregning af Tax Amortisation Benefit (Skatteaktiv)			
Periode	Amortiseringshorisont	WACC	Skattesats
0,5	0,143	12,02%	30,00%
1,5	0,143	12,02%	30,00%
2,5	0,143	12,02%	30,00%
3,5	0,143	12,02%	30,00%
4,5	0,143	12,02%	30,00%
5,5	0,143	12,02%	30,00%
6,5	0,143	12,02%	30,00%
Andel af samlede skatteaktiv		50%	
Step-up factor		1,1154	

Skattestyrelsens opgørelse baseret på LSR's anvisninger: Oprindelig værdiansættelse fra syns- og skønsmændene (som genskabt ovenfor) + FAS' budgetforudsætninger for omsætning 2004-2008+ Klyx + indregning af hele skatteaktivet

Management Sales projections for Pentasa, EUR	2004	2005	2006	2007	2008	
Pentasa	106.944	135.122	156.640	171.064	184.630	Fra SAS-rapporten
vækst i salg	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	

Gule markeringer nedenfor er udtryk for ændringer i antagelser sammenlignet med antagelser for den oprindelige værdiansættelse udarbejdet af SAS-mændene, som angivet i syns- og skønrapporten dateret 19. maj 2017.

Skattesats	30,00%
WACC	12,02%
Vækstrate (efter 2018)	-10,00%
Rutine aflønning (% af prod. Omk.)	3,78%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vækst i salg	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Produktionsomkostninger i % af salg	66,00%	60,00%	56,00%	56,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	51,00%	55,00%	57,00%	58,00%	60,00%	62,00%
Distributionsomkostninger i % af salg	4,16%	5,24%	5,79%	5,76%	5,44%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Forsknings- og udviklingsomkostninger i % af salg	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%
Administrationsomkostninger i % af salg	6,59%	8,28%	9,15%	9,12%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%
Afskrivninger i % af salg	2,45%	1,95%	2,13%	2,41%	2,67%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%
Arbejdskapital i % af salg	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Royalties - USA: Sats	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
Vækst i turnover, Shire	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Turnover, Shire	697	881	1.022	1.115	1.203	1.276	1.327	1.353	1.380	1.380	1.242	1.118	1.006	906	815
Royalties - Japan: Sats	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%	4,15%
Vækst i turnover, Nissin	9,94%	26,35%	16,08%	9,06%	7,93%	6,00%	4,00%	2,00%	2,00%	0,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Turnover, Nissin	672	849	965	1.074	1.160	1.229	1.278	1.304	1.330	1.330	1.197	1.077	970	873	785
Investeringer i fabrik og pilot faciliteter			350												
Ekstra afskrivninger, fabrik og pilot faciliteter			35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Netto arbejdskapital	176	223	259	282	304	323	336	342	349	349	314	283	255	229	206
Salg Pentasa	534	675	784	855	922	978	1.017	1.037	1.058	1.058	952	857	771	694	625
Produktionsomkostninger (justeret for Besparelser *)	353	405	439	479	470	499	519	529	540	540	524	488	447	416	387
Rutine aflønning af produktion	13	15	17	18	18	19	20	20	20	20	20	18	17	16	15
Distributionsomkostninger	22	35	45	49	50	53	55	57	58	58	52	47	42	38	34
Forsknings- og udviklingsomkostninger	43	54	55	60	55	59	51	52	53	53	48	34	31	28	19
Administrationsomkostninger	35	56	72	78	79	84	87	89	91	91	82	74	66	60	54
Afskrivninger	13	13	52	56	60	63	64	65	65	65	62	60	22	20	18
Før-royalty EBIT	55	96	105	115	190	201	221	226	231	231	165	136	146	117	98
Royalties, Japan+USA	41	52	60	66	71	75	78	47	48	48	43	39	35	32	29
Efter-royalty EBIT	96	148	165	181	261	277	299	273	280	280	209	175	181	148	127
Afskrivninger	13	13	52	56	60	63	64	65	65	65	62	60	22	20	18
Skat på EBIT	29	45	49	54	78	83	90	82	84	84	63	52	54	45	38
Ændring i arbejdskapital	15	46	36	23	22	18	13	7	7	0	-35	-31	-28	-25	-23
Investeringer i anlægsaktiver	13	13	367	21	25	28	29	30	30	30	27	25	22	20	18
Free cash flow	52	57	-235	138	195	210	231	220	224	231	216	189	155	129	112
Værdi, terminalperiode (2018-)															507
Diskontering: Mid-year	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	
Diskonteringsfaktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34	0,30	0,27	0,24	0,22	
Nuldeværdi af Free cash flow	49	48	-177	93	117	113	111	94	85	78	66	51	37	138	
Værdi af virksomheden (Enterprise Value)															903
Klyx															-10
Nettoaktiver															219
Immaterielle aktiver															694
Værdi af skatteaktivet															181
Værdi af immaterielle aktiver															875
Værdi af immaterielle aktiver - total															875

Beregning af Tax Amortisation Benefit (Skatteaktiv)

Periode	Amortiseringshorisont	WACC	Skattesats	NV af skatteværdi af amor.
0,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0405
1,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0361
2,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0323
3,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0288
4,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0257
5,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0230
6,5	0,143	12,02%	30,00%	0,0205
Andel af samlede skatteaktiv				0,2369
Step-up factor				1,2608

»

Der er vedrørende spørgsmålet om skattemæssige afskrivninger (TAB) fremlagt en skønrapport af 7. november 2016 fra en skattesag, som ikke angår parterne i nærværende sag.

Forklaringer

Skønsmændene Skønsmænd 1 og Skønsmænd 2 har afgivet forklaring.

Skønsmændene har oplyst, at de kan vedstå skønserklæringerne.

De har forklaret, at ved en værdiansættelse pr. 16. december 2003 skal de informationer, der forelå på det tidspunkt, lægges til grund. Det er ikke formålet med en værdiansættelse at bruge ”hindsight”, og de skal finde frem til en ”fair market value”, det vil sige den pris, som to uafhængige parter vil nå frem til.

Værdiansættelsen skal ske pr. overdragelsestidspunktet. Et budget udarbejdet 10 år senere er ikke udtryk for et budget. Ifølge almindelige valuation-standar der skal de forholde sig til, om en køber vil lægge sælgers prognoser til grund. Alt andet lige – og uden at inddrage købers eller sælgers perspektiv – er et bud

get udarbejdet forud for en handel mere troværdigt end et budget, der er lavet efterfølgende.

I en Discounted Cash Flow-analyse (DCF-analyse) er budgettet grundlaget for opgørelsen af de fremtidige pengestrømme. Det er en prognose. En køber og en sælger vil helt sikkert lave deres egne interne budgetter i forbindelse med en handel. Forud for en handel vil en sælger have en masse viden, som en køber ikke har. Køber må gætte og finde data og historik mv. og på den baggrund danne sig et billede. Som køber er man nødt til at forholde sig til, hvad der er realistisk at basere et købstilbud på. I skønserklæringerne henvises der til artikler fra tidsskrifter, som viser, at interne budgetter ofte er for optimistiske.

Alt andet lige går man efter at lave et så realistisk budget som muligt, men det betyder ikke, at en køber og en sælger vil komme frem til det samme budget. Der er en væsentlig mulighed for, at køber vil komme frem til et lavere budget end sælger. Typisk vil den asymmetriske information gøre, at køber ser mere skeptisk på budgettal og forudsætninger. Det har ikke været en del af deres opdrag at lægge til grund, at der er tale om en koncernintern transaktion. I en armslængdesituation vil der altid være tale om asymmetrisk information. I situationer, hvor køber og sælger analyserer på det samme materiale, er der stor sandsynlighed for, at de når forskellige resultater.

Kolonnen ”SKATs justerede, jf. Bilag 2.17” i tabel 3 på ekstraktens side 395 er opgjort på baggrund af BP 2003. Hvis der samlet set er en lille indrømmelse i forhold til deres skønserklæringer, ville de efter en samlet betragtning nok have været klarere på, hvordan henholdsvis et sælgerbudget og et køberbudget havde set ud.

Hvis man skal købe eller sælge noget, vil det i virkelighedens verden typisk være sådan, at det er sælger, som har alle informationerne, og som derfor typisk vil spille ud og fortælle, hvad forecast mv. er. Køber vil da typisk have gjort sig nogle overvejelser og forsøge at få prisen presset ned.

Ferring-koncernens budget for 2004-2008 er ikke et salgsbudget. Det er en businessplan. De tror ikke, at Ferring-koncernen ville have lavet et højere salgsbudget, da en køber ville have udfordret dette ved at bede om at se bestyrelsesgodkendelse mv. Et budget, hvor der ikke er fremmedelementer med, er så troværdigt, som køber og sælger anser det for at være.

Sælger vil argumentere for, at eksterne data, peer review og lignende lægges til grund, og en køber vil stadig sige, at det ikke er noget, vi ved. Opgaven har været at skønne, hvordan en handel mellem to uafhængige parter ville være. Hvis købers indsigelser er ”helt på månen”, bliver der ikke nogen handel.

Udsagnene ”For det første er planen lavet som ”bottom-up” med efterfølgende reduktioner foretaget af ledelsen, hvorfor der er et stort ”buy-in” i organisationen” og ”...can therefore be regarded as a conservative to realistic assessment of Ferring’s future” på ekstraktens side 395 er efter deres opfattelse udtryk for en sædvanlig måde at lave budget på. Det er en bottom-up proces, hvor organisationen kommer med input, og hvor ledelsen ser på, om det er realistisk, og om der skal foretages justeringer. Ud fra en generel betragtning viser bottom-up ofte et for urealistisk billede af, hvor meget der kan sælges, og hvor hurtigt der kan udvikles. Ferring-koncernen har været opmærksom på dette, og den konservative tilgang har nok fjernet noget ”forurening” fra tallene og øget troværdigheden af disse.

De har ikke set interne dokumenter, og det ville have været godt for at kunne vurdere validiteten i tallene. Der er ikke noget i forhold til budgetprocessen, der ser ud til at være helt galt. Det øger troværdigheden, at budgettet er ”konservativt til realistisk”, og at det er ”reviewet” både i ledelsen og i bestyrelsen. Det øger også troværdigheden, at ledelsen på baggrund af businessplanen er villig til at investere 350 mio. kr. i en ny fabrik. Så har man lagt hånden på kogepladen. Det var i øvrigt helt evident, at en fortsat produktion på fabrikken i Vanløse ikke var en mulighed, og at det var nødvendigt at bygge en ny fabrik. Virksomheden var en ”going concern”, der tjente penge på driften.

Ferring-koncernen rammer relativt præcist med deres forecast. Når man producerer lægemidler til brug ved kroniske sygdomme, kan man ikke tillade sig at ramme ret meget ved siden af. Historisk set har Ferring-koncernens budgettering været retvisende, og det vil en køber kunne konstatere ved at se på tidligere business planer.

Deres udtalelse: ”Køber vil anerkende dette, men det er tvivlsomt, om køber i den givne situation vil acceptere en værdiansættelse, der bygger på en vækst, der ligger væsentligt over den, der allerede er realiseret de foregående år” på ekstraktens side 395 er baseret på, at det er en velkendt metode at forecaste på baggrund af de historiske data. Et forecast sker ikke alene ud fra de historiske data, men de historiske data udgør rygraden i et forecast og er den stærkeste indikation. Der vil dog også skulle tages højde for bl.a. konkurrenter, og det kan ændre et forecast i opadgående eller nedadgående retning. En køber vil se nærmere på det, hvis der dannes en ”hockey stick”. En ”hockey stick” er generelt udtryk for, at der pludselig sker en markant stigning i tallene. Når de i relation til denne sag snakker om en ”hockey stick”, er det SKATs justerede vækstrater i tabel 3 på ekstraktens side 395, de hentyder til. En køber vil spørge ind til det og spørge, hvad de bygger det på.

Når de i den første skønserklæring skriver ”Endvidere vil en køber alt andet lige kunne argumentere for, at BP 2003 indeholder alt for optimistiske forecast

med henvisning til blandet andet Datamonitor...” (ekstraktens side 395), skyldes det, at en værdiansættelse skal ses i et helhedsperspektiv. De kan ikke adskille, hvordan en køber vil tilgå budgettet i forhold til risici og forventning til afkast. En køber kunne for at bringe risikoen ned på et fornuftigt niveau sætte en højere afkastrente for dermed at indregne en risiko. Den ”Weighted Average Cost of Capital” (WACC), som de har fastsat, indeholder almindelige risici. Der er ikke indlagt en risikopræmie for Vanløse. Deres konklusion er, at en køber vil se med væsentlig bekymring på, hvilke skeletter der er i skabet.

Som de har anført i den første skønserklæring, kan man ikke bare kan ignorere rapporten fra Datamonitor, fordi den er af ældre dato end BP 2003, eller fordi den eventuelt ikke lige har ramt præcist på den korte bane (ekstraktens side 414). Rapporten vil alt andet lige indgå med mindre vægt, hvis den ser anderledes ud end de historiske prognoser. En køber vil bruge rapporten som argument for, at der er forecastet for optimistisk. Der er nogle ting i rapporten, som ikke er så skarpe. Det svækker rapporten, at den angiver, at Pentasas omsætningsvækst vil falde drastisk i 2002 til 1,16% og i 2003 til 0,57%, da dette – som anført i SKATs afgørelse af 13. august 2010 – er i direkte modstrid med den omsætningsvækst, som Ferring realiserede i 2002 (ekstraktens side 355). Det betyder, at den kritik, som en køber kan rejse på baggrund af rapporten fra Datamonitor, er blevet svækket. Rapporten vil dog stadig indgå som en af flere kilder, og den kan ikke ”dømmes ude”. Der kan bare sættes spørgsmålstegn ved, hvad det er, Datamonitor har set og ikke set.

De er enige i den skala, der fremgår af ”Table 32” i rapporten fra Datamonitor (ekstraktens side 774). Det svækker rapporten, at salget af Pentasa i 2003 var 67 % højere end antaget af Datamonitor, jf. ekstraktens side 2331 og 2332, og det vil være en kilde til ekstra drøftelser mellem FAS og en køber. Det er svært at sige, hvordan man som køber vil ”spille kortet”, hvis man skal udfordre sælger.

De vækstrater, som fremgår af tabel 3 i den første skønserklæring (ekstraktens side 395), er de vækstrater, som de skønner, at en køber og en sælger kan enes om. Man kan på grund af leveringsvanskeligheder ikke forvente, at den historiske vækst fortsætter, og en køber vil forholde sig til dette. De lægger til grund, at tallene i tabel 3 i kolonnen ”Vores” vil være et rimeligt udgangspunkt i forbindelse med en værdiansættelse.

De er usikre på, hvor det tal for 1999, som de refererer til i teksten umiddelbart efter tabel 3, kommer fra. Udgangspunktet må være, at vækstraterne for 2000-2003 tager udgangspunkt i 1999, men det er muligt, at det ikke forholder sig så dan. Væksten i perioden fra 1999 til 2003 er opgjort til 7,3 %.

Af BP 2003 kan det udlæses, at den årlige vækst for Pentasa i perioden fra 2002 til 2008 er estimeret til 10,8 % (ekstraktens side 819). Forskellen i omsætningstal

let mellem "Budget 2003" og "Forecast 2003" kan skyldes produktionsvanske ligheder i Vanløse. Det er sandsynligt, at en nedsat evne til at producere kan føre til omsætningsfald. De har ikke præcise data, der forklarer dette, men det er sandsynligt. En ledelse vil tage fat i "root cause" og finde ud af, hvad der kan gøres ved det. I det konkrete tilfælde blev det besluttet at bygge en ny fabrik.

Erklæringen fra Person 2 på ekstraktens side 2291 ff. viser, at chefen havde øje på det og fulgte op. Hvis der ikke kunne leveres, ville virksomheden "dø", og det må have været baggrunden for, at Person 2 blev indkaldt til ugentligt møder. Møderne kan være stoppet i 2003, fordi der var kommet styr på tingene. Ferring-koncernen vidste, at de havde problemer, og det vidste de også, da de budgetterede for 2004-2008.

Den nedgang i salget af Pentasa på 10 % som følge af produktionsstop, som de redegør for i den første skønserklæring på ekstraktens side 402, er udtryk for et arbitrært skøn, der ikke baserer sig på historiske data eller detaljerede forudsætninger. Det er nok nærmere et gæt end et skøn og udtryk for "wet finger analysis". De 10 % forekommer – som de har anført i skønserklæringen – at være for højt, men det vil være svært at finde en køber og sælger, der kan nå til enighed og få enderne til at mødes. Køber og sælger skal tvinges til at indgå en aftale, selv om de ikke har lyst til det, og det har de lagt til grund ved deres vurdering. Deres opgave har været at finde "fair market value".

Det kan være en synergieffekt, at køber kan få en skattefordel, og det kan ikke afvises, at skattemæssige forhold kan få en transaktion til at glide igennem.

DCF-beregningen i skemaet på ekstraktens side 430 er konsistent, også med opgørelserne lavet af SKAT og EY. Driftsresultatet kan være påvirket af, om man betaler tonnageskat, Nordsøskat mv., og skatterne kan påvirke forskelligt. Alle driftsomkostninger fratrækkes, inden man når til EBIT, og i princippet er der ikke forskel på fradragsværdien af forskellige typer fradrag. De har ligesom SKAT og EY i deres beregninger taget udgangspunkt i FSRs notat. For almindelige driftsaktiver er der mulighed for afskrivninger, og i forhold til afskrivninger er der ikke forskel på, om det er goodwill eller driftsaktiver.

I teorien kan TAB indregnes i værdiansættelsen. WACC'en repræsenterer et minimumsafkast, og hvis man ikke opnår dette, er det en dårlig investering. WACC'en er ifølge skemaet 12,02 %. Hvis man ikke kan få et afkast svarende til WACC'en, har man ikke skabt et afkast og dermed ikke en værdi. Hvis den fulde TAB skal betales af køber, er der ikke tale om en god investering for køberen. Deres estimat er lavet ud fra, hvilken pris en køber vil sætte.

Economy Value Added går ud på, at virksomheden kun skaber økonomisk værdi, hvor forrentningen er større end WACC'en. TAB'en er ikke meget værd,

og hvis man betaler 734 mio. kr. for at få en TAB på 56 mio. kr., er det en dårlig investering.

Den skønsrapport, som fremgår af ekstraktens side 2407 ff., vedrører en transaktion mellem kontrollerede parter, og skønsmændene i nærværende sag har i skønsrapporten alene forholdt sig til uafhængige parter. De er ikke nødvendigvis uenige i skønsrapportens svar på spørgsmål K. I deres skønserklæring har de også lagt til grund, at det er en fri handel. Der er ikke en bestemt måde at fordele TAB'en på, fordi det afhænger af forhandlingsstyrke mv.

Deres erfaring er, at ”din skat er din fordel og ulempe”. De skattemæssige forhold indgår ikke i værdiansættelsen, men de kan måske indgå under forhandlingerne. Det er en fremmed debat for dem, om TAB'en indgår, når man skal forhandle om den rigtige pris.

De er enige med FSR i, at den skattemæssige behandling ved en transaktion med aktiver medfører en omfordeling af værdien på grund af en straksbeskatning hos sælger og en afskrivning over syv år hos køber, og at der ved udarbejdelse af en fair værdi af selskabets aktiver frem for aktier i en handel mellem uafhængige parter bør ske en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling, sådan som de har anført i deres første skønserklæring (ekstraktens side 458 og 459). Med ”den utilsigtede skattemæssige omfordeling” refereres der til, at sælger bliver øjeblikkeligt beskattet, og køber får en afskrivning. Hvis den reelle værdiansættelse for køber og sælger er den samme, kan der ikke finde en transaktion sted, der er i begge parter interesse, medmindre der er en meget stor forskel på henholdsvis købers og sælgers udgangspunkter. Hvis man kunne straksafskrive, ville der ikke skulle ske en skattemæssig omfordeling. De læser ikke FSRs notat på den måde, at det præcist skal være værdien af den utilsigtede skattemæssige virkning. Det afhænger af forhandlingssituationen, og når der er tale om en transaktion mellem uafhængige parter, forhandler man ikke først en samlet værdi og efterfølgende en værdi af en TAB. Handel med lægemidler sker typisk i form af patenter og rettigheder. I praksis er det ikke et alternativ at lave en aktiehandel. I en forhandling er der tal på bordet, men spørgsmål om skat kommer ikke på bordet i den sammenhæng. Det har de aldrig oplevet.

De kan ikke konkludere, at PricewaterhouseCoopers i skønserklæringen (ekstraktens side 2407-2418) har lagt til grund, at der skal være perfekt symmetri. Afhængig af købers og sælgers forhandlingssituation vil kun en del af købers skattefordel blive tillagt sælger. En køber kan vælge at kompensere med værdien af købers afskrivningsret, men også med mindre. Det hænger også sammen med, om afkastkravet skal være 12 % eller mindst 12 %. Man kan ikke præcist sige, at køber skal kompensere sælger fuldt ud med den skattefordel, som køber opnår på grund af afskrivningsretten. Der kan være en forhandling

om TAB'en, og i princippet kan værdien af TAB'en også være højere end købers fordel.

Deres behandling af Klyx kunne have været mere retvisende. De prøvede på baggrund af oplysningerne at sjesse sig frem til et konservativt estimat på 10 mio. kr. Der kan argumenteres for, at der skulle være lagt et beløb til i forbindelse med værdiansættelsen. Beregningen af 10 mio. kr. er bare en tilbageførsel af et tal. Tallet kan være rigtigt, men man kan diskutere, om det er det. De havde nok forventet at få flere spørgsmål i forhold til Klyx, og da de ikke fik det, troede de, at der var enighed om, at værdien skulle sættes til 0 kr.

De har i deres besvarelse taget udgangspunkt i en reel forhandlingssituation og set på, hvordan de kan nå frem til en handel. For at finde et forhandlingsinterval er det nødvendigt at have købers og sælgers interne budgetter/beregninger af handelsværdien. Det er vigtigt at finde købers og sælgers perspektiv i stedet for et teoretisk perspektiv på beregning af en TAB. Den skattemæssige behandling i den situation, at køber senere sælger det erhvervede aktiv, er rent spekulativ. I praksis anses skatteforholdene som henholdsvis købers og sælgers eget problem. Skatteforholdene ligger hos de to parter og er ikke del af forhandlingen. Det er kendetegnende for deres antagelser, at det er udtryk for deres bedste bud. Deres vurdering er baseret på, hvad køber og sælger vil nå frem til i en fri handel. De har svært ved at se, at den fulde værdi af TAB'en vil tilfalde sælger.

Som de har anført i deres første skønserklæring på ekstraktens side 395, vil en køber tage de historiske salgstal med til forhandlingsbordet. Det fremgår også af FSRs notat. Tallene i tabel 3 i kolonnen "SKATs justerede" kommer fra business planen for så vidt angår 2004-2008. En hockeystav er defineret på forskellige måder, f.eks. ved omsætningsvækst. Vækstraterne er meget høje i starten og flader efterfølgende ud. De har ikke drøftet, hvordan man forecaster, men vurderet, hvordan køber og sælger må antages at have set på det. Køber vil ikke nødvendigvis acceptere det, selv om det er et gennemarbejdet budget. Det er et forhandlingsspørgsmål. Ankerpunktet er at tage udgangspunkt i den historiske udvikling. Hvis man er en pessimistisk køber, er man på en lavere procent, og hvis man er en optimistisk sælger, er man på en højere procent. De har set på, hvordan en køber og sælger kan mødes. De har lavet et fair skøn. En køber vil kræve en god forklaring på, at væksten pludselig stiger til 26 %.

Det er sædvanligt, at en plan beskriver nogle forudsætninger, sådan som det også er tilfældet i Ferrings business plan under punkt 3.3 om "OVERALL ASSUMPTIONS AND TRENDS" (ekstraktens side 836). Salgsafdelingen forecaster ud fra, at der bliver leveret produkter, og hvis forudsætningerne ikke holder, vil budgettet heller ikke holde. Det er en kombination af alle tre punkter, og der kan være modvind det ene sted og medvind det andet sted. En prognose er

svær at lave. Hvis der kommer modvind, er det svært at nå målene. Det er vigtigt, at forudsætningerne for de udarbejdede planer kendes. Hvis tallene antages på "face value", er de kun valide, hvis alle forudsætninger holder.

De forudsætninger, der fremgår af punkt 4.5.1 og punkt 4.5.2 i business planen for så vidt angår Pentasa (ekstraktens side 850), skal holde, for at tallene er realistiske.

Datamonitor er et stort og anerkendt firma, som indhenter data og laver statistikker. Man læner sig op ad dem i forhold til markedsandele mv. Det er ikke af ond vilje, hvis der er faktiske fejl i rapporterne, og selv om der er fejl, vil man stadig lægge vægt på rapporterne. Formuleringen "the Rise of Remicade", som er anført i rapporten fra Datamonitor under punkt 1.2 (ekstrakten side 628), er en klassisk formulering og udtryk for noget nyt og spændende, som kan påvirke markedet. Pentasa har en rimelig effekt og en lav bivirkningsprofil, og derfor er den store mulighed at holde fast i den patientbase, man har. Køber vil helt sikkert tillægge figur 3 og tabel 1 på side 10 og 11 i rapporten vægt (ekstraktens side 634 og 635). Figuren viser, at der er nogle trusler, man skal forholde sig til. Det svækker troværdigheden, hvis dataene er forkerte. Enhver væsentlig synlig fejl vil rejse tvivl om validiteten, men en vidende og kompetent køber vil se på rapporten, hvor der bliver hejst nogle gule og røde flag.

Flere faktorer har været inddraget, når de har foretaget deres skøn over omsætningsvæksten. De har bl.a. lagt vægt på oplysningerne fra SKAT, oplysningerne i business planen og vurderingerne foretaget af EY. De har forholdt sig til både eksternt og internt materiale. De har også lavet rollespil for at få argumenter fra både en køber og sælger frem, så de kunne nå frem til en pris baseret på en forhandlingssituation.

Som FAS kørte på det her tidspunkt, leverede de selv argumenterne til en køber. Der var mange usikkerheder, og en mangfoldighed af forhold indgik i vurderingen. Ferring vidste også selv, at der var ting, der ikke fungerede.

De har forholdt sig til alle de specifikke risici, der vedrørte FAS. De har set på de forskellige risici og diskuteret, hvad det eksempelvis betyder, at ordreopfyldelsesprocenten er dårlig og bliver værre og værre.

I forhold til anvendelsen af Pentasa ved Crohns sygdom er problemstillingen, at Pentasa ikke i alle lande er godkendt til behandling af denne sygdom. Det er dog deres vurdering, at risikoen for, at Pentasa ikke længere vil blive anvendt i forbindelse med behandling af Crohns sygdom, er lav, og at den derfor efter deres bedste skøn ikke skal indgå i værdiansættelsen. Pentasa har ingen eller kun få bivirkninger, og både patienter og læger har gode erfaringer med at anvende

lægemidlet i forbindelse med Crohns sygdom. Hertil kommer, at lægemidlet er billigt. En køber ved, at markedet hænger sådan sammen.

Tabel 2 i rapporten fra Datamonitor (ekstraktens side 636) indeholder formentlig kun en del af salget af forskellige lægemidler. Når der om tabel 2 står ”*Only sales accounted for by IBD indications are shown*” skal det forstås således, at tabellen kun indeholder salg, der er sket på baggrund af en udskrevet recept. IBD (Inflammatory Bowel Disease) er en ”skraldespandsdiagnose”, hvorimod Crohns er en meget mere specifik diagnose.

Hvis man er køber, er det fair at antage, at de forslag til nedjusteringer, som fremgår af punkt 3.5 i business planen (ekstraktens side 838), er de nedjusteringer, der er foretaget af ledelsen. Køber har en virksomhed, der minder om FAS, og køber kender branchen. Det anførte adresserer ikke alle de risici, som de har adresseret, og en køber vil også være afhængig af, at FAS kan levere.

Efter deres opfattelse vil en køber aldrig acceptere de tal, som Landsskatteretten har lagt til grund. De er ikke udtryk for en fair market price. De forecasts, som Ferring-koncernen kommer med, vil en køber ikke være med til i virkeligheden. Der er hockeystick-effekt, og der er flere mulige risici. Det er et spørgsmål om, hvilke risici en køber ser ind i. Enten må man regulere ved cashflow eller justere risikoprocenten. Man kan rette i budgettet, tilbagediskonteringsrenten eller cashflowet.

Når EY i deres rapport på side 82 anfører ”The Japanese IBD market was valued at USD 41 million in 1999 by Datamonitor, and Nisshin was one of the dominating players. With 52 incidences of IBD per 100,000 people, the Japanese market had by far the lowest prevalence of the major markets” (ekstraktens side 1558), sigtes der til, at IBD ikke er et stort problem i Japan. Markedet er meget mindre, og det har nok spillet ind i ansættelsen af en mindre vækst i Japan. Givet markedssituationen i Japan er det svært at argumentere for, at tallene for Japan skal ændres, således som Landsskatteretten har fundet.

I bilag I til deres første skønserklæring (ekstraktens side 430) har de skønnet, at salget af Pentasa i 2004 er 535. I forbindelse med dette skøn har de lagt deres vækstforudsætninger ind og taget udgangspunkt i de faktisk realiserede tal for 2003. Det er normalt, at sælger kommer med opdaterede tal, eller at køber beder om opdaterede tal, hvis man forhandler i 3. eller 4. kvartal.

Det er væsentligt at holde sig for øje, at de hele tiden har tænkt på to uafhængige parter, der skal nå frem til en handel.

De kunne have indregnet 100 % af værdien af TAB, men så ville enterprise value efter deres vurdering have været lavere. TAB'en kan ikke indregnes meka-

nisk. Der er analyseret på skat, synergier mv., men det er kun sket internt og har ikke været ”en del af checken” .

I forhold til business planen har de efter bedste evne forsøg at forholde sig til, hvad usikkerhederne er. Der er ikke grund til at tro, at Ferring-koncernen ikke har troet på sin egen business plan. Ferring har lagt flere forudsætninger ind og vurderet usikkerheden på baggrund af disse forudsætninger. Der er tale om et seriøst budget, som også indeholder elementer af håb. Ledelsen og bestyrelsen har skrevet under på planen, og den er seriøs efter Ferrings egen vurdering.

En uafhængig køber ville acceptere FAS som producent, men der er en risiko, der skal afspejles i prisen. FAS som producent de næste 6 år ser ikke betrygende ud, og det er en risiko, som en køber vil påpege. Hvis værdien er højere for sælger end for køber, vil sælger sikre den værdi, der er.

FAS kunne under ingen omstændigheder køre videre. FAS havde bragt sig i en håbløs situation i Vanløse. Der var tale om en gammel fabrik samtidig med, at de havde valgt at skifte API leverandør og produktionsmetode. De havde ikke det valg bare at fortsætte uden at gøre noget. Der skulle bygges en ny fabrik eller gøres noget andet.

Efter deres faglige vurdering er de skønsmæssige nedjusteringer korrekte, og de har ud fra det materiale, som var tilgængeligt for dem, forsøgt at foretage et skøn over, hvordan man ville kunne få enderne til at nå sammen.

Anbringender

FAS har til støtte for sine påstande overordnet anført, at værdiansættelsen af de immaterielle aktiver skal foretages i overensstemmelse med skønserklæringen, som afhjælper enhver bevisnød i sagen og dermed overflødiggør et skat teskøn fra Landsskatterettens side. Der er ikke påvist noget grundlag for at anfægte skønsmændenes habilitet eller kompetence, ligesom der ikke er påvist egentlige objektive, faglige fejl i skønserklæringerne eller væsentlige misforståelser af sagens faktiske og retlige forhold. Landsskatterettens ændringer i forhold til skønsmændenes konklusioner er alene udtryk for faglig uenighed, og Skatteministeriet har ikke godtgjort, at ændringerne fører til en mere retvisende ansættelse af aktivernes markedsværdi.

Uddybende har FAS anført bl.a., at skattemyndighedernes mulighed for at foretage en korrektion i medfør af ligningslovens § 2, stk. 1, i en transfer pricing-sag forudsætter, at prisfastsættelsen af en virksomheds koncerninterne transaktioner ikke er på armslængdevilkår, og at skattemyndighedernes ansættelsesændring er i overensstemmelse med armslængdeprincippet. En opretholdelse af Landsskatterettens afgørelse kræver dermed, at Skatteministeriet for det første godtgør, at en værdiansættelse af aktiverne på 574 mio. kr. ikke afspejler akti

vernes markedsværdi den 16. december 2003, og for det andet godtgør, at markedsværdien i stedet var 875 mio. kr. Skatteministeriet har ikke løftet bevisbyrden for, at disse krav er opfyldt.

FAS' transfer pricing-dokumentation, som bestod af PricewaterhouseCoopers' værdiansættelser efter goodwill-cirkulæret, viste, hvordan overdragelsesprisen på 162,2 mio. kr. var fremkommet. Denne dokumentation og den yderligere dokumentation, der blev fremsendt til Skat, herunder den tidligere værdiansættelse af 14. december 2001 samt Deloitte's værdiansættelsesrapport, gjorde SKAT i stand til på ansættelsestidspunktet at vurdere, om overdragelsesprisen var fastsat i overensstemmelse med armslængdeprincippet. Da skattemyndighederne herefter ikke har været berettiget til at foretage en skønsmæssig ansættelse af FAS' indkomst efter skattekontrollovens dagældende § 3 B, stk. 5, jf. § 5, stk. 3, er det efter fast praksis Skatteministeriet, der skal bevise, at skønsmændenes værdikonklusion er forkert, og at Landsskatterettens afgørelse er udtryk for markedsværdien, jf. herved bl.a. U.2019.1446 H og U.2020.3156 H. Dette gælder, selvom FAS efterfølgende i sagsforløbet har anerkendt, at skønsmændenes værdiskøn skal lægges til grund i stedet for den selvangivne værdi, jf. herved U.2020.3156 H. Skatteministeriet har ikke løftet denne bevisbyrde.

Hvis landsretten måtte finde, at bevisbyrden påhviler FAS, gøres det gældende, at FAS med skønserklæringerne har godtgjort, at Landsskatterettens skøn er udøvet på et urigtigt grundlag, og at skønnet fører til et åbenbart urimeligt resultat.

SKAT og Landsskatteretten er nået frem til en værdiansættelse, der ligger 301 mio. kr. (ca. 52 %) højere end skønsmændenes værdiansættelse på 574 mio. kr. Skatteministeriet har ikke påvist egentlige faglige fejl, mangler eller misforståelser ved skønserklæringerne, herunder vedrørende vækstforudsætningerne for salget af Pentasa og royaltyindtægterne, værdien af købers skattefordel (TAB) og værdien af Klyx. Skatteministeriet er derimod blot uenig i det værdiskøn, der er foretaget af skønsmændene, og der er således ikke noget sagligt grundlag for at se bort fra skønsmændenes vurdering. Det er i den forbindelse bemærkel sesværdigt, at Landsskatteretten har tilladt, at der afholdes syn og skøn, og at der efter fælles indstilling fra skattemyndighederne og FAS er blevet udpeget to skønsmænd, der efter gennemgang af et omfangsrigt materiale, herunder erklæringer fra medarbejdere, rapporter fra uafhængige konsulenter, detaljerede værdiansættelsesrapporter og afholdelse af møder med parterne, har afgivet tre skønsrapporter, hvor de i alle tilfælde har fastholdt, at markedsværdien af de omhandlede aktiver udgør 574 mio. kr. Disse to eksperter er bedre rustet til at skønne over værdien af rettighederne til et lægemiddel i en transaktion mellem to uafhængige parter end Landsskatteretten.

Fastsættelsen af armslængdeprisen for aktiverne skal alene ske ud fra de forhold, der var kendte på overdragelsestidspunktet, dvs. i december 2003. Alt andet, end hvad parterne vidste eller troede på ud fra de daværende forhold, er irrelevant "hindsight". Skønsmændene har derfor gjort det rigtige ved kun at inddrage forhold, der var kendte på overdragelsestidspunktet, og ved at ignorere irrelevante oplysninger, herunder om omsætningen af Pentasa 15 år efter overdragelsen.

Landsskatteretten har i forhold til de forventede vækstforudsætninger for salget af Pentasa uberettiget konkluderet, at FAS' eget budget skal anvendes ukorrigeret, og at det således må lægges til grund, at en uafhængig køber uden videre ville acceptere at betale en pris, der fuldt ud baserer sig på sælgerens egne tal vedrørende vækstforudsætningerne uden inddragelse af en lang række særlige risikoforhold vedrørende FAS' produktion og salg af Pentasa, som skønsmændene har inddraget som relevante. Sælgers budget er kun et udgangspunkt, og der foreligger i den konkrete sag et andet og bedre grundlag til brug for værdiansættelsen. Fastsættelsen af armslængdeprisen er overladt til skønsmændene, der har sat sig ind i begge parter situation, og de er efter deres bedste skøn kommet frem til en pris, som begge parter ville acceptere som købesum for aktiverne. Skønsmændene har således med rette taget udgangspunkt i FAS' egne budgettal og henvist til, at budgettet, der ifølge FAS ligger mellem det konservative og det realistiske, tager udgangspunkt i tidligere budgetter, at FAS tidligere har budgetteret med en meget høj grad af nøjagtighed, og at budgettet ligger til grund for koncernens investering i fabrikken i Schweiz. De har herudover inddraget de af Landsskatteretten væsentligste fremhævede forhold. De har efter en samlet vurdering og efter deres bedste faglige skøn konkluderet, dels at en uafhængig køber ikke ville lægge FAS' egne budgettal til grund for den pris, som køberen ville være villig til at betale for aktiverne, og dels at FAS ville være villig til at acceptere en pris baseret på lidt lavere salgsforventninger. Af særlig betydning for den vurdering inddrager skønsmændene den historiske vækstrate for 2000-2003, som gennemsnitligt lå på ca. 11 % med en faldende tendens og med 8,7 % i 2003. Skønsmændene er herefter endt med at anvende en højere vækstrate for 2004 og en gennemsnitlig vækstrate for 2004-08 på 9,3 %. Det er alene for 2005 og 2006, hvor budgettet indeholder meget afvigende vækstrater i forhold til alle øvrige år, at skønsmændene har foretaget en nedjustering af FAS' egne budgettal til et "normalt" niveau. For de øvrige år ligger skønsmændenes justeringer ikke langt fra budgettet. Derudover har skønsmændene inddraget og foretaget en vurdering af de særlige FAS specifikke risici, som en køber naturligt ville skulle forholde sig til og inddrage i prisovervejelserne, og som der af gode grunde i hvert fald kun i ubetydeligt omfang er taget højde for i FAS' budget. Skønsmændenes inddragelse af Datamonitor-rapporten i deres skøn medfører ikke, at skønnet er fejlbehæftet. Selvom rapportens konklusioner om vækstforudsætningerne for salget af Pentasa var konservative, og selvom rapporten ikke forudsagde en korrekt vækst for 2003, giver det ikke

grundlag for at hævde, at rapportens forudsigelser er forkerte. Skønsmændene har på samme måde, som en hypotetisk køber ville gøre, brugt rapporten som én blandt flere relevante observationer, der i prisforhandlingen kunne trække i retning af en lavere pris, og skønsmændenes justeringer af budgettets salgs- og vækstforudsætninger er primært baseret på en række andre forhold end Data monitor-rapporten. For så vidt angår vækstforudsætningerne for FAS'roy altyindkomst fra salget af Pentasa på det nordamerikanske og det japanske marked har skønsmændene – modsat Landsskatteretten – foretaget en konkret vurdering, der, bl.a. som følge af en historisk langsommere vækst på det japanske marked, er løst fra de generelle vækstforudsætninger for Pentasa. Der er ikke grundlag for at se bort fra skønsmændenes faglige vurderinger heraf, som i øvrigt forekommer fuldt forståelige. Skønserklæringerne fremstår herefter i det hele som et resultat af et intensivt og solidt analysearbejde udført af to særdeles fagligt kompetente skøns mænd og skal lægges til grund ved beregningen af vækstforudsætningerne.

Landsskatterettens skøn, hvorefter køberens skattefordel (TAB) skal medtages fuldt ud og ikke kun med 50 %, skal tilsidesættes. Det er ikke godtgjort, at Landsskatterettens skøn fører til et mere retvisende billede af armlængdeprisen for aktiverne på dette punkt. Det er heller ikke godtgjort, at skøns mændenes vurdering er kritisabel eller kan tilsidesættes, herunder at den er faglig for kert, eller at den hviler på urigtige eller mangelfulde retlige eller faktiske forudsætninger. Efter skønserklæringerne er det derimod åbenbart, at Landsskatterettens skøn fører til et urimeligt resultat. I 2003 fandtes der ikke autoritative regler eller retningslinjer om, hvordan to uafhængige parter skulle behandle køberens skattefordel i en virksomheds- eller aktieoverdragelse. Det gør der i øvrigt heller ikke i dag, og spørgsmålet er derfor blevet overladt til skøns mændene, som under hensyn til de foreliggende omstændigheder har foretaget en konkret vurdering og fundet, at to uafhængige parter ville dele skattefordelen ligeligt. Denne vurdering er i overensstemmelse med såvel ligningslovens § 2 som OECD's Transfer Pricing Guidelines (TPG) og skal lægges til grund ved værdiansættelsen af aktiverne. Det er først i 2017-udgaven af TPG, at der er blevet indsat specifikke udsagn om betydningen af parternes skatteforhold ved fastlæggelsen af armlængdepriserne, og det fremgår nu af punkt 6.178, at disse forhold skal "be considered". Der kan ikke tages hensyn til nyere udgaver af TPG, hvis de nyere udgaver er udtryk for en ændring af retningslinjerne og ikke blot for en præcisering. Hertil kommer, at punkt 6.178 alene kan fortolkes således, at interesseforbundne parter skal overveje, om og i hvilket omfang parternes skattemæssige forhold skal tages i betragtning ved fastlæggelsen af armlængdeprisen. Ved besvarelsen af spørgsmål Z har skøns mændene også forholdt sig specifikt til betydningen af det pågældende punkt i TPG og fundet, at udgangspunktet er, at købers og sælgers skattemæssige forhold er et internt anliggende. Når der er foretaget syn og skøn, bliver spørgsmålet om anvendelse af TPG og andre vejledninger samt FSR's faglige notat fra 2002 i hvert fald langt

mindre relevant. Den omstændighed, at sælgerens skatteudgift ikke er medregnet ved opgørelsen af armslængdeprisen, er ikke ensbetydende med, at FAS er blevet behandlet lempeligt af Landsskatteretten. Det er derimod helt korrekt, når Landsskatteretten og skønsmændene ikke har medtaget skatteudgiften.

For så vidt angår værdien af Klyx må skønserklæringerne forstås således, at værdien af dette lægemiddel er så ubetydelig, at den ikke ville blive genstand for betaling ved en samlet overdragelse af aktiverne mellem to uafhængige parter. Skønsmændenes konklusion om ikke at inddrage værdien af Klyx i den samlede værdiansættelse skal derfor lægges til grund ved værdiansættelsen af aktiverne.

Skatteministeriet har til støtte for sin påstand overordnet anført, at skattemyndighederne skal udøve et skøn over markedsværdien af de overdragne aktiver, eftersom FAS ikke har overdraget aktiverne på armslængdevilkår. Det er FAS, der har bevisbyrden for, at skattemyndighedernes skøn skal fraviges eller tilsidesættes, fordi det hviler på et forkert eller mangelfuldt grundlag, eller fordi det må anses for åbenbart urimeligt. Denne bevisbyrde er ikke løftet.

Uddybende har Skatteministeriet anført bl.a., at bevisbyrdefordelingen hviler på en fast og langvarig Højesteretspraksis. Det er ikke rigtigt, som anført af FAS, at Højesteret i U.2020.3156 H fastslår, at det i en situation som den foreliggende er skattemyndighederne, der har bevisbyrden for, at deres værdiansættelse af aktiverne er i overensstemmelse med armslængdeprincippet. FAS' synspunkt herom synes at støtte sig på, at FAS' transfer pricing-dokumentation ikke kan tilsidesættes efter skattekontrollovens dagældende § 3 B, stk. 8, jf. § 5, stk. 3, og det er ikke korrekt. Synspunktet er i øvrigt også i strid med Højesterets præmisser i U.2023.517 H, hvor Højesteret anvender den sædvanlige bevisbyrde.

FAS forsøger at løfte sin bevisbyrde ved at henvise til skønserklæringerne, og FAS tillægger skønserklæringerne meget stor betydning uden konkret at forklare, hvorfor skønsmændenes opfattelse fører til, at Landsskatterettens skøn skal fraviges eller tilsidesættes. Indholdet af skønserklæringerne er uden for det klassiske syn og skøn, hvor værdiansættelsen sker ud fra konstaterede handelspriser i sammenlignelige tilfælde. Det udmeldte syn og skøn vedrører således en værdiansættelse, der foretages med udgangspunkt i DCF-værdiansættelsesmodellen. Skønsmændenes tilgang strider imod OECD's Transfer Pricing Guidelines (TPG), som skønnet altid skal udøves efter. Retspraksis viser, at det er den nyeste version af TPG, der skal bruges som fortolkningsbidrag, jf. bl.a. U.2021.3179 H.

Landsskatterettens skøn hviler på et fuldt oplyst grundlag og på FAS' eget budget. Skønserklæringerne beviser ikke, at Landsskatterettens skøn er arbitrært, mangelfuldt eller udøvet på et urigtigt grundlag. Den bevisbyrde, der påhviler

FAS, er tung, eftersom FAS prøver at fragå sit eget budget. Budgettet, der ikke er et salgsbudget, er udarbejdet på baggrund af FAS' specifikke kendskab og detaljerede analyse af de faktiske forhold omkring overdragelsestidspunktet, og der er intet i budgettet, der indikerer eller viser, at det er udarbejdet ud fra andre interesser end at give et så retvisende billede som muligt til brug for virksomhedens egne forretningsmæssige beslutninger. I budgettet har ledelsen identificeret, vurderet og taget højde for alle usikkerheder og risici, og de anførte forventninger til udviklingen, herunder salgsforventningerne, er velunderbyggede og med sammenhæng til tidligere år. Budgettet ligger mellem det konservative og det realistiske, sådan som det også selv angiver. Skønsmændene har ikke fundet fejl ved budgettet, og de har vurderet, at det er udtryk for et solidt forecast, der udgør et relevant udgangspunkt for værdiansættelsen.

Hvis der skal foretages yderligere justeringer i budgettet, skal det være i form af en op- og ikke en nedjustering, herunder hvis de allerede identificerede og indregnede problemer ikke viser sig eller alene viser sig i mindre omfang. Skønsmændene er ikke kommet med en meget overbevisende forklaring på, hvorfor de på et helt udokumenteret grundlag foretager en række ganske væsentlige nedjusteringer af de salgsforventninger, der fremgår af budgettet. Deres betragtning om, at en køber ikke uden kritisk sans vil lægge budgettet til grund, er forkert i den konkrete sag, da der er tale om et budget til brug for FAS' løbende drift og ikke et salgsbudget. De har anlagt en forkert standard for at vurdere parternes tilgang til værdiansættelsen, idet de tager udgangspunkt i en hypotetisk opstillet "mistroisk" køber. Den gennemførte transaktion viser, at købers forventninger til budgettet og den heraf afledte værdi af aktiverne har været mindst lige så stor som sælgers forventninger til budget og afledt værdi. Skønsmændenes antagelse om en lavere budgetforventning for køber end for sælger er således i strid med armslængdeprincippet. Det er et faktum, at FAS solgte sine aktiver, og da ingen sælger vil destruere værdier, kan FAS ikke påberåbe sig, at en ekstern køber ville give en lavere pris for aktiverne, end sælgeren ville sælge dem for. I en transfer pricing-sag har de koncernforbundne parter samme viden, og det er derfor forkert, når skønsmændene ved armslængde vurderingen har lagt vægt på, at en ekstern køber har en dårligere viden og information om virksomheden end sælgeren.

Rapporten fra Datamonitor er baseret på et fejlagtigt grundlag, herunder for så vidt angår de faktiske omsætningstal og væksten. Datamonitor har fejlvurderet salgspotentialet i Pentasa, og både den faktiske omsætning og væksten efter rapportens udgivelse overstiger Datamonitors forudsigelser. FAS ville over for en køber kunne påvise, at rapporten fra Datamonitor bygger på et fejlagtigt grundlag og en række generelle og udokumenterede antagelser, herunder salgsplysninger indhentet hos en konkurrent. FAS kunne derfor ved at give indsigt i de faktiske salgsplysninger påvise, at såvel den faktiske omsætning som væksten heri langt overstiger det, der fremgår af rapporten fra Datamoni

tor. Rapporten kan således ikke anvendes til ved fastlæggelsen af salgsforventningerne at fragå FAS' eget budget.

FAS har ikke godtgjort noget grundlag for at tilsidesætte Landsskatterettens skøn, hvorefter hele købers skattefordel (TAB) skal tillægges i forbindelse med værdiansættelsen. Landsskatteretten har inddraget alle relevante forhold i sit skøn, og skønnet er ikke udøvet på et mangelfuldt eller forkert grundlag. Skønsmændene er af den opfattelse, at køberens afskrivningsret på aktiverne skal fordeles 50/50 mellem køber og sælger. Denne opfattelse er forkert og skaber et misforhold mellem de skatter, som i øvrigt er indregnet i modellen, og den skattemæssige værdi af afskrivningsretten til de erhvervede immaterielle aktiver. Skønsmændenes opfattelse er desuden i strid med armslængdeprincippet og TPG 2017 punkt 6.178. Skønsmændene fokuserer fejlagtigt ensidigt på købers forhold og skattefordelen for køber og inddrager således kun købers perspektiv. I en uafhængig handel vil værdien, alt efter parternes forhandlingsstyrke, ligge et sted mellem værdien beregnet ud fra henholdsvis købers og sælgers skatteforhold, og værdien vil være højere end TAB-værdien. I andre transfer pricing-sager har andre skøns mænd ikke begrænset fradragets værdi, sådan som skøns mændene har gjort i den foreliggende sag. Allerede fordi der er modsatrettede skønserklæringer om samme spørgsmål, har FAS ikke godtgjort, at Landsskatterettens skøn hviler på et forkert grundlag.

Skøns mændene har fastsat værdien af lægemidlet Klyx til 10 mio. kr., og Landskatteretten har derfor – berettiget – medregnet 10 mio. kr. ekstra i forbindelse med værdiansættelsen. Det vil være usædvanligt at forære værdier af den størrelse væk til en uafhængig part, ligesom det ikke vil være i overensstemmelse med ligningslovens § 2. Det er uden betydning, at lægemidlet Pentasa, der også er vurderet særskilt, har en væsentligt højere værdi.

Landsrettens begrundelse og resultat

Efter ligningslovens § 2, stk. 1, skal kontrollerede parter ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst anvende priser og vilkår for handelsmæssige eller økonomiske transaktioner i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktionerne var afsluttet mellem uafhængige parter (armslængdeprincippet).

Parterne er enige om, at FAS' oprindelige værdiansættelse af de overdragne aktiver på ca. 162 mio. kr. ikke var i overensstemmelse med armslængdeprincippet, og at værdiansættelsen skal ske på baggrund af DCF-modellen.

Det fremgår af de dagældende bestemmelser i skattekontrollovens § 3 B, stk. 5, jf. § 5, stk. 3, at hvis den skattepligtige ikke har udarbejdet den lovpligtige dokumentation for prisfastsættelse af transaktioner mellem kontrollerede parter (transfer pricing-dokumentation), kan skatteansættelsen foretages skønsmæssigt.

sigt. Højesteret har i dom af 31. januar 2019 (U.2019.1446) fastslået, at en transfer pricing-dokumentation, der i så væsentligt omfang er mangelfuld, at den ikke giver skattemyndighederne et tilstrækkeligt grundlag for at vurdere, om armslængdeprincippet er overholdt, må sidestilles med manglende dokumentation.

Skattemyndighederne havde forud for den 13. august 2010 modtaget FAS' transfer pricing-dokumentation, herunder dokumentation udarbejdet af FAS' rådgivere om værdiansættelsen af de overdragne aktiver. Landsretten finder, at denne dokumentation ikke var mangelfuld i et sådant omfang, at den kan si destilles med manglende dokumentation, og at FAS' indkomst derfor ikke kunne fastsættes skønsmæssigt i medfør af bestemmelserne i den dagældende skattekontrollovs § 3 B, stk. 5, jf. § 5, stk. 3. Landsretten har herved lagt vægt på, at skattemyndighedernes forhøjelse alene var begrundet i anvendelsen af en DCF-værdiansættelsesmodel, og at skattemyndighederne på en række områder var uenig i de forudsætninger, som FAS' rådgivere havde indlagt i DCF-værdiansættelsesmodellen. Den omstændighed, at FAS efter modtagelse af skønserklæringerne har anerkendt, at skønsmændenes værdiansættelse af de overdragne aktiver på 574 mio. kr. skal lægges til grund i stedet for værdien på ca. 162 mio. kr., kan ikke i sig selv begrunde en adgang til at foretage en skønsmæssig ansættelse, jf. herved Højesteret dom af 25. juni 2020 (U.2020.3156).

Spørgsmålet er herefter, om Skatteministeriet har godtgjort, at skønsmændenes værdiansættelse på 574 mio. kr. ikke afspejler en værdiansættelse af aktiverne på armslængdevilkår, jf. ligningslovens § 2, stk. 1, herunder at de vækstrater, der skal indgå i værdiansættelsen efter DCF-værdiansættelsesmodellen, skal fastsættes i overensstemmelse med selskabets budgetter, som de fremgår af Business Plan 2003 (BP 2003), at værdien af køberens skatteaktiv (TAB) skal medregnes fuldt ud ved værdiansættelsen, og at værdien af lægemidlet Klyx skal indgå i værdiansættelsen.

Vækstrater for omsætning af Pentasa

Efter bevisførelsen, herunder skønsmændenes besvarelse af spørgsmål 1 og F, lægges det til grund, at skønsmændene ved deres skøn over de vækstrater for salget af Pentasa, som uafhængige parter vil lægge til grund ved en handel på armslængdevilkår, har taget udgangspunkt i Business Plan 2003, og at skønsmændene herefter har inddraget og forholdt sig til en række momenter, som uafhængige parter efter skønsmændenes vurdering hver især ville påberåbe sig i forbindelse med en sådan handel. Skønsmændene har herunder inddraget og vurderet betydningen af de forhold, som Landsskatteretten har lagt vægt på i forbindelse med vurderingen af, at vækstraterne i Business Plan 2003 skal indgå i værdiansættelsen, og de har herudover vurderet betydningen af de såkaldte FAS specifikke risici. Ved skønnet har skønsmændene endvidere forholdt sig til

bl.a. Datamonitor-rapporten og betydningen af de usikkerheder, der er påpeget ved denne, herunder hvorledes en køber vil forholde sig til rapporten. Skøns mændene har samlet konkluderet, at det er relevant at inddrage Business Plan 2003 ved skønnet over vækstraterne, men at man ikke kan argumentere for, at Business Plan 2003 direkte og uden justeringer kan anvendes ved beregningen af markedsværdien, idet der ud over en række oplyste forhold, som en køber skal forholde sig til, også skal foretages en risikovurdering på grundlag af de FAS specifikke risici. Skøns mændene har under afhjemlingen i landsretten fast holdt deres skøn over vækstraterne i tabel 3 til skønserklæringen af 19. maj 2017 og har uddybet baggrunden for skønnet. Landsretten bemærker i øvrigt efter oplysningerne i sagen, at FAS i regnskabsåret 2003 realiserede en stigning i om sætningen i forhold til regnskabsåret 2002, og at det efter skøns mændenes forklaring er normalt, at sælger kommer med opdaterede tal, eller at køber beder om opdaterede tal, hvis man forhandler i tredje eller fjerde kvartal.

Landsretten finder, at det efter bevisførelsen ikke kan lægges til grund, at der i forhold til skønnet over vækstraterne for salget af Pentasa er egentlige objektive, faglige fejl i skønssrapporterne eller væsentlige misforståelser af de faktiske eller retlige forhold.

På denne baggrund og da det, som Skatteministeriet i øvrigt har anført, ikke kan føre til en anden vurdering, finder landsretten, at de vækstrater for FAS' salg af Pentasa, som skøns mændene har fastsat i tabel 3 og lagt til grund ved værdiansættelsen, ikke ligger uden for rammerne af de vækstrater, som kunne være lagt til grund, hvis aftalen om salg af de immaterielle aktiver var blevet indgået mellem uafhængige parter, jf. ligningslovens § 2, stk. 1. Skatteministeriet har herefter ikke godtgjort, at der er grundlag for at tilsidesætte skøns mændenes skøn over vækstraterne for salget af Pentasa.

Royaltyindtægter

På overdragelsestidspunktet den 16. december 2003 havde FAS indgået royalty aftaler med Shire i USA og Nisshin i Japan.

Skøns mændene har ved besvarelsen af spørgsmål 1 om royaltyindtægterne fra Shire anført bl.a., at den årlige stigning i royaltygrundlaget ifølge Shires offentligt liggjorte regnskaber for 1999 til 2003 var på 18 %, og at den årlige stigning i FAS' salg af Pentasa fra 2000-2003 var på 11 %. Skøns mændene har endvidere anført bl.a., at det ikke er sandsynligt, at man ved en værdiansættelse på armslængdevilkår vil anvende et royaltygrundlag, der forudsætter, at en forudgående høj vækst vil fortsætte, når den er så meget højere end den generelle udvikling. Skøns mændene har herefter skønnet, at værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i en vækst, der er identisk med den generelle vækst i salget af Pentasa, således som dette er skønnet i tabel 3.

Vedrørende royaltyindtægterne fra Nisshin har skønsmændene ved besvarelsen af spørgsmål 1 anført bl.a., at væksten i royaltyindtægten fra Nisshin var mere begrænset, idet der var rapporteret om en stigning fra 22,2 mio. kr. i 2001 til 25,4 mio. kr. i 2003. Skønsmændene har endvidere anført, at den lavere vækst synes understøttet af en diskussion om markedssituationen i Japan. Skønsmændene har herefter skønnet, at en fastlæggelse af en markedsværdi vil tage udgangspunkt i denne lavere vækst, og at væksten i royaltyindtægterne fra Nisshin, som det fremgår af tabel 6, skal fastsættes lavere end væksten i royaltyindtægterne fra Shire og væksten i salget af Pentasa. Skønsmændene har under afhjæmningen i landsretten fastholdt og uddybet denne vurdering.

Landsretten finder, at det efter bevisførelsen ikke kan lægges til grund, at der i forhold til skønnet over vækstraterne for royaltyindtægterne fra Shire og Nisshin er egentlige objektive, faglige fejl i skønsrapporterne eller væsentlige misforståelser af de faktiske eller retlige forhold.

På denne baggrund og da det, som Skatteministeriet i øvrigt har anført, ikke kan føre til et andet resultat, finder landsretten det ikke godtgjort, at de vækstrater for royaltyindtægterne fra Shire og Nisshin, som skønsmændene har lagt til grund ved værdiansættelsen, ligger uden for rammerne af de vækstrater, som kunne være lagt til grund, hvis aftalen om salg af de immaterielle aktiver var blevet indgået mellem uafhængige parter, jf. ligningslovens § 2, stk. 1. Skatteministeriet har herefter ikke godtgjort, at der er grundlag for at tilsidesætte skønsmændenes skøn over vækstraterne i royaltyindtægterne.

Værdien af købers skatteaktiv (TAB)

Landsretten lægger som ubestridt til grund, at køber har opnået en, i hvert fald teoretisk, skattefordel i forbindelse med overdragelsen af aktiverne, og at der i forbindelse med værdiansættelsen skal tages højde for værdien af dette skatteaktiv.

Spørgsmålet for landsretten er, om værdien af skatteaktivet skal medtages fuldt ud – som anført af Skatteministeriet – eller alene med halvdelen – som anført af FAS.

Skønsmændene har i deres besvarelse af spørgsmål 1 og spørgsmål Z anført bl.a., at de ikke finder det rimeligt, at en markedsværdi vil afspejle den fulde værdi af skatteaktivet, og at de i stedet skønner, at en ligelig fordeling af denne værdi mellem køber og sælger vil være realistisk. De henviser i den forbindelse til et fagligt notat fra 2002 om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, som er udarbejdet af FSR – danske revisorer (FSR), hvoraf bl.a. fremgår:

”Under normale omstændigheder er købers og sælgers skattemæssige forhold et internt anliggende, som indgår som en helhedsvurdering i den konkrete transaktion. I de situationer, hvor der er tale om handel mellem afhængige parter, bør der ved udarbejdelse af en fair værdi af selskabets aktiver frem for aktier ske en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling.”

Skønsmændene har for landsretten forklaret, at de fastholder deres vurdering. De har i den forbindelse forklaret bl.a., at de er enige med FSR i, at den skattemæssige behandling ved en transaktion med aktiver medfører en omfordeling af værdien på grund af en straksbeskatning hos sælger og en afskrivning over syv år hos køber, og at der ved udarbejdelse af en fair værdi af selskabets aktiver frem for aktier i en handel mellem afhængige parter bør ske en vis tilbageførsel af den utilsigtede skattemæssige omfordeling. De har også forklaret, at de ikke læser FSR's notat på den måde, at det præcist skal være værdien af den utilsigtede skattemæssige virkning, idet det afhænger af forhandlingssituationen. Landsretten bemærker i den forbindelse, at der på overdragelsestidspunktet ikke var en fast administrativ praksis eller lovgivning, der regulerede dette spørgsmål.

På denne baggrund, og da det, som Skatteministeriet i øvrigt har anført, ikke kan føre til en anden vurdering, finder landsretten efter en samlet vurdering, at der ikke er grundlag for at tilsidesætte skønsmændenes vurdering af, at værdien af købers skatteaktiv ville være blevet delt ligelig, hvis der havde været tale om en overdragelse mellem uafhængige parter. Skatteministeriet har herfter ikke godtgjort, at der er grundlag for at tilsidesætte skønsmændenes skøn på dette punkt.

Lægemidlet Klyx

Skønsmændene har i deres besvarelse af spørgsmål P anslået markedsværdien af lægemidlet Klyx til ca. 10 mio. kr.

Skønsmændene har for landsretten forklaret, at deres behandling af Klyx kunne have været mere retvisende, og at de på baggrund af de begrænsede oplysninger, som de var i besiddelse af, kom med et konservativt skøn. De har også forklaret, at der kan argumenteres for, at værdien af Klyx skal indgå i værdiansættelsen.

Landsretten lægger til grund, at udgangspunktet i en handel på armslængdevilkår må være, at alle overdragne aktiver prissættes og vederlægges. Landsretten finder det på den baggrund godtgjort, at værdien af Klyx skal indgå i værdiansættelsen.

Konklusion

Idet skønsmændenes værdiansættelse på 574 mio. kr. skal tillægges værdien af lægemidlet Klyx med 10 mio. kr., finder landsretten, at Skatteministeriet skal anerkende, at handelsværdien af de overdragne immaterielle aktiver skal fast sættes til 584 mio. kr., og at den skattepligtige indkomst for FAS for indkomståret 2003 – samt den skattepligtige sambeskatningsindkomst for Ferring Holding Danmark A/S – dermed skal nedsættes med yderligere 291 mio. kr. i forhold til Skattestyrelsens talmæssige opgørelse af 12. januar 2023. Landsretten tager her efter FAS' subsidiære påstand til følge.

Sagsomkostninger

Efter sagens udfald skal Skatteministeriet i sagsomkostninger betale 1.879.500 kr. til FAS. 1.875.000. kr. af beløbet er til dækning af udgifter til advokatbistand, og 4.500 kr. er til retsafgift. Ud over sagens værdi er der ved fastsættelsen af beløbet til advokat taget hensyn til sagens karakter, omfang og varighed. Det er oplyst, at FAS er momsregistreret, men ikke har momsfradrag.

THI KENDES FOR RET:

Skatteministeriet skal anerkende, at handelsværdien af de immaterielle aktiver, der blev overdraget fra Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S til Ferring International Center S.A. den 16. december 2003, udgjorde 584 mio. kr., og at den skattepligtige indkomst for Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S for indkomståret 2003 – samt den skattepligtige sambeskatningsindkomst for Ferring Holding Danmark A/S – dermed skal nedsættes med yderligere 291 mio. kr. i forhold til Skattestyrelsens talmæssige opgørelse af 12. januar 2023.

I sagsomkostninger skal Skatteministeriet inden 14 dage betale 1.879.500 kr. til Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S. Beløbet forrentes efter rentelovens § 8 a.

Publiceret til portalen d. 11-06-2026 kl. 10:00

Modtagere: Sagsøger Farmaceutisk Laboratorium Ferring A/S, Sagsøgte
Skatteministeriet