Minksekretariatet

2. instans

Overerstatnings- og taksationskommissionens afgørelse af 18. februar 2026

Sagsnummer 2024-185662

Klage indgivet af Virksomhed 1 (Virksomhed 1)

over

Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024

Indholdsfortegnelse

1. Indledning 1
2. Afgørelse 1
3. Sagens oplysninger 1
4. Overerstatnings- og taksationskommissionens prøvelse 4
5. Kompensationsberettiget virksomhed 5
6. Valg af værdiansættelsesmodeller til værdiansættelse af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 6
7. Fremskrivning af skindmængder og skindpriser i perioden 2021-2030 7
7.1. Markedsanalyserne 8
7.2. Fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030 14
7.3. Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 22
7.4. Fremskrivning af priser på skind solgt af Virksomhed 1 perioden 2021-2030 33
8. Værdiansættelse efter de kapitalværdibaserede modeller 39
8.1. Fremskrivningsperiode 40
8.2. Inflation 41
8.3. Resultatopgørelse og balance 42
8.3.1. Fremskrivning af nettoomsætning 42
8.3.1.1. Branche omsætning 43
8.3.1.2. virksomhedstype ssalærer 44
8.3.1.3. Salgsafgifter 47
8.3.2. Fremskrivning af andre driftsindtægter 48
8.3.2.1. Faste andre driftsindtægter 48
8.3.2.2. HED-fees 49
8.3.2.3. Kontingenter 51
8.3.3. Fremskrivning af omkostninger 53
8.3.3.1. Faste personaleomkostninger 53
8.3.3.2. Variable personaleomkostninger 55
8.3.3.3. Faste andre driftsomkostninger 56
8.3.3.4. Variable andre driftsomkostninger 57
8.3.4. Fremskrivning af driftsrelaterede nettorenteindtægter 59
8.3.4.1. Renteindtægter fra kundetilgodehavender 59
8.3.4.2. Renteindtægter fra avlertilgodehavender 61

8.3.4.3. Renteomkostninger på driftsrelateret bankgæld 63
8.3.4.4. Renteomkostninger på gæld til avlere 64
8.3.5. Beregning af Earnings Before Tax (EBT) 65
8.3.6. Fremskrivning af den effektive skattesats 66
8.3.7. Fremskrivning af investeret kapital 68
8.3.7.1. Nettoanlægsaktiver 68
8.3.7.2. Anlægsinvesteringer 69
8.3.7.3. Af- og nedskrivninger 70
8.3.7.4. Rentebærende arbejdskapital 71
8.3.7.4.1. Ekstraordinære kundetilgodehavender 72
8.3.7.4.2. Ordinære kundetilgodehavender 72
8.3.7.4.3. Avlertilgodehavender 74
8.3.7.4.4. Driftsrelateret bankgæld 76
8.3.7.4.5. Gæld til avlere 77
8.3.7.5. Øvrig arbejdskapital 78
8.4. Opgørelse af afkastkravet (WACC) 79
8.4.1. Afkastkrav for aktører i minkbranchen 80
8.4.2. Opgørelse af egenkapitalomkostning 84
8.4.2.1. Betaværdi 84
8.4.2.2. Den risikofrie rente 92
8.4.2.3. Markedsrisikopræmie 93
8.4.2.4. Størrelsespræmie 100
8.4.3. Opgørelse af fremmedkapitalomkostning 108
8.4.3.1. Kreditrisikopræmie 108
8.4.3.2. Skattesats 110
8.4.4. Aktivers betydning for afkastkrav 111
8.5. Terminalværdi 118
8.6. Merværdi for ejendommen i By 1 ved sale-and-leaseback model 120

9. Relative værdiansættelsesmodeller 122

10. Substansværdimodellen 123
10.1. Estimering af Virksomhed 1 substansværdi 123
10.2. Værdien af Virksomhed 1 ejendom i By 1 124
10.3. Fastsættelse af værdien af driftsmateriel og inventar 126
10.4. Værdien af avlertilgodehavender 127
10.5. Værdien af goodwill 129

10.6. Øvrige aktiver og passiver 130

11. Brugsværdi og 10-faktormodel.....132

12. Overerstatnings- og taksationskommissionens værdiansættelse af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020.....141

13. Køberskatteaktiv (TAB) 141

14. Værditillæg til- eller forrentning af kompensationen 148

15. Nødvendige udgifter til sagkyndig bistand.....151

16. Opgørelse af Virksomhed 1 endelige kompensation.....151

17. Domstolsprøvelse.....151

Bilagsoversigt 152

Relevante bestemmelser mv. 153

1. Indledning

Overerstatnings- og taksationskommissionen har den 18. februar 2026 truffet afgørelse i anledning af klage fra Virksomhed 1, Virksomhed 1, CVR-nummer [redacted] over Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024 om kompensation til følgeerhverv til minkvirksomhed som følge af det midlertidige forbud mod hold af mink.

Overerstatnings- og taksationskommissionen har ved denne afgørelse ikke taget stilling til Fødevarestyrelsens klage over Erstatnings- og taksationskommissionens endelige afgørelse af 20. september 2024 og afgørelse om efterregulering af kompensationen af 12. november 2025, og har derved ikke taget stilling til den samlede kompensation.

Fødevarestyrelsen har pr. 1. januar 2026 skiftet navn til Styrelsen for Fødevarer, Landbrug og Fiskeri, men benævnes i det følgende "Fødevarestyrelsen".

2. Afgørelse

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse af 12. marts 2024 om kompensation pr. 4. november 2020 for permanent nedlukning af den af Virksomhed 1 drevne virksomhed Virksomhed 1.

Værdien af Virksomhed 1 på gældfri basis (EV) pr. 4. november 2020 fastsættes til **1.653.574.128 kr.**

Overerstatnings- og taksationskommissionen har truffet afgørelse om kompensation for værdien af virksomheden efter § 16, stk. 1 i bekendtgørelse nr. 1226 af 10. oktober 2025 om fuldstændig erstatning og kompensation til minkvirksomheder og fuldstændig kompensation til følgeerhverv til minkvirksomheder som følge af det midlertidige forbud mod hold af mink (herefter nedlukningsbekendtgørelsen).

I afgørelsen har følgende medlemmer af Overerstatnings- og taksationskommissionen deltaget: Vagn Kastbjerg (formand), Kent Pedersen (Finans Danmark) og Christian Hjortshøj (FSR – danske revisorer).

Overerstatnings- og taksationskommissionen har forud for afgørelsen foretaget besigtigelse af virksomheden. Besigtigelsen fandt sted den 4. september 2024 på Adresse 1. Den 16. – 18. december 2024 har der været afholdt partsmøde i sagen, hvor parterne har fremført mundtlige bemærkninger.

3. Sagens oplysninger

3.1. Indledende sagsoplysninger

Virksomhed 1, Virksomhed 1, har den 5. april 2022 indsendt ansøgning om kompensation som følgeerhverv til minkvirksomhed jf. nedlukningsbekendtgørelsens § 16, stk. 1.

Virksomhed 1 har været under afvikling indtil den 31. oktober 2024, hvorefter staten har overtaget den lukkede virksomhed.

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved behandlingen af ansøgningen truffet tre afgørelser, som er påklaget til Overerstatnings- og taksationskommissionen:

- delafgørelse af 12. marts 2024 om kompensation pr. 4. november 2020
- den endelige afgørelse af 20. september 2024 om kompensation for permanent nedlukning af den af Virksomhed 1 drevne virksomhed Virksomhed 1
- afgørelse af 12. november 2025 om efterregulering af kompensationen

3.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved delafgørelsen af 12. marts 2024 fastsat værdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 til 1.555,3 mio. kr.

Det fremgår af afgørelsen, at værdiansættelsen er baseret på en fremskrivning af markedet for minkskind i perioden 2021-2030. Fremskrivningen af den gennemsnitlige skindmængde og skindpris solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 er baseret på et skøn, som er foretaget på grundlag af tre markedsanalyser:

- Virksomhed 1 markedsanalyse af 4. november 2022 (udarbejdet af Deloitte)
- EY-Parthenons markedsanalyse af 2. november 2022
- KPMG's markedsanalyse af 17. marts 2023

Det fremgår videre, at kommissionens vurdering af værdien af Virksomhed 1 pr. 4 november er baseret på et skøn, hvor der særligt er lagt vægt på:

- Virksomhed 1 værdiansættelse af 4. november 2022 (udarbejdet af Deloitte)
- EY's værdiansættelse af 4. maj 2023
- EY's analyse af værdiansættelsesscenarier af 4. maj 2023

Formanden for Erstatnings- og taksationskommissionen har indhentet EY-Parthenons markedsanalyse, KPMG's markedsanalyse, EY's værdiansættelse og EY's analyse af værdiansættelsesscenarier i medfør af erstatnings- og taksationsbekendtgørelsens § 7, 1. pkt. (nugældende § 10, stk. 1, 1. pkt.), hvorefter formanden for Erstatnings- og taksationskommissionen under en sags behandling kan anmode særligt sagkyndige om bistand, herunder til at give vejledende udtalelser.

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved vurderingen af værdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 inddraget flere værdiansættelsesmodeller. Kompensationen for værdien af virksomheden pr. 4. november 2020 er fastsat på baggrund af DCF-modellen.

Kommissionen har ved afgørelsen desuden fastsat vilkår for overdragelse af virksomheden og taget stilling til, hvorvidt kompensationen skal tillægges et værditillæg eller forrentes.

Delafgørelsen er påklaget af Virksomhed 1 .

3.1.2. Erstatnings- og taksationskommissionens endelige afgørelse af 20. september 2024

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved den endelige afgørelse af 20. september 2024 fastsat den endelige kompensation pr. overtagelsesdagen den 31. oktober 2024.

Den endelige kompensation er blandt andet fastsat på baggrund af delafgørelsen af 12. marts 2024, hvor værdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 blev fastsat, og en opgørelse af Virksomhed 1 s virksomhed i perioden fra den 4. november 2020 til den 31. oktober 2024.

Erstatnings- og taksationskommissionen har foretaget en korrektion af kompensationsbeløbet for de aktiviteter, der har været i perioden fra den 4. november 2020 og indtil overtagelsesdagen den 31. oktober 2024. Kommissionen har foretaget en estimering for en del af perioden, da den endelige opgørelse ikke forelå på afgørelsestidspunktet. Kommissionen har desuden fastsat godtgørelse for nødvendige udgifter til sagkyndig bistand.

Erstatnings- og taksationskommissionen har genoptaget de i delafgørelsen af 12. marts 2024 fastsatte vilkår med henblik på at opdatere vilkårene i henhold til nye regler samt med henblik på at fastsætte nye vilkår for den endelige afgørelse om kompensation.

Den endelige afgørelse er påklaget af Fødevarestyrelsen.

3.1.3. Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse af 12. november 2025

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved afgørelsen af 12. november 2025 foretaget en regulering af kompensationen for permanent nedlukning af Virksomhed 1 og fastsat en passende godtgørelse for udgifter til sagkyndig bistand for den resterende periode.

Afgørelsen er påklaget af Fødevarestyrelsen.

3.2. Virksomhed 1 klage og bemærkninger til Overerstatnings- og taksationskommissionen vedrørende Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024

Overerstatnings- og taksationskommissionen har den 22. april 2024 modtaget klage af 8. april 2024 fra Virksomhed 1 over Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024 om kompensation pr. 4. november 2020.

Virksomhed 1 har den 30. maj 2024 sendt uddybende bemærkninger til klagen. Den 9. juli 2024 har Virksomhed 1 indsendt kommentarer til Fødevarestyrelsens klagesvarskrift. Den 18. november 2024 har Virksomhed 1 indsendt et sammenfattende processkrift.

Bemærkningerne er mundtligt suppleret ved Overerstatnings- og taksationskommissionens møde med parterne den 16. - 18. december 2024.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at staten skal erstatte handelsværdien af virksomheden med 4.173 mio. kr. Alternativt skal staten erstatte brugsværdien af Virksomhed 1 s virksomhed med 3.603 mio. kr.

Virksomhed 1 har hertil gjort gældende, at kompensationen skal tillægges et skønsmæssigt fastsat beløb, eller forrentes indtil betaling sker, under hensyn til, at Virksomhed 1 ikke har oppebåret resultaterne af virksomheden i perioden fra 4. november 2020 til 31. oktober 2024 (i en kontrafaktisk verden).

Virksomhed 1 har anført følgende klagetemaer:

1. Fremskrivning af markedet baseret på 2020
2. Opgørelse og indregning af varelager
3. Afkastkrav (WACC) for aktører i minkbranchen
4. Opgørelse af betaværdi
5. Opgørelse af markedsrisikopræmie
6. Opgørelse af størrelsespræmie

7. Aktivers betydning for afkastkrav (WACC)
8. Brugsværdi
9. Forrentning
10. Skatteaktiv

Virksomhed 1 bemærkninger til Overerstatnings- og taksationskommissionen fremgår under de relevante afsnit i afgørelsen.

Virksomhed 1 har anført, at alt hvad der er gjort gældende over for Erstatnings- og taksationskommissionen ligeledes gøres gældende over for Overerstatnings- og taksationskommissionen. Bemærkninger til Erstatnings- og taksationskommissionen er derfor medtaget i relevant omfang.

3.3. Fødevarestyrelsens bemærkninger til Overerstatnings- og taksationskommissionen vedrørende Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024

Fødevarestyrelsen har den 1. maj 2024 sendt bemærkninger til Virksomhed 1 klage. Den 28. juni 2024 har Fødevarestyrelsens indsendt klagesvarskrift på baggrund af Virksomhed 1 uddybning af klagen.

Fødevarestyrelsen har den 18. november 2024 indsendt et sammenfattende processkrift, som den 4. december 2024 er blevet suppleret med et tillæg.

Bemærkningerne er mundtligt suppleret ved Overerstatnings- og taksationskommissionens møde med parterne den 16. - 18. december 2024.

Fødevarestyrelsens bemærkninger fremgår under de relevante afsnit i afgørelsen.

Fødevarestyrelsen har desuden overordnet henvist til de synspunkter, som Fødevarestyrelsen fremsatte i forbindelse med sagens behandling i Erstatnings- og taksationskommissionen, som fastholdes. Bemærkninger til Erstatnings- og taksationskommissionen er derfor medtaget i relevant omfang.

3.4. Nye oplysninger under klagesagens behandling

Minksekretariatet, 2. instans, har på vegne af Overerstatnings- og taksationskommissionen den 18. november 2024 anmodet om nye oplysninger fra Virksomhed 1 . Virksomhed 1 har den 10. januar 2025 besvaret anmodningen, se hertil afsnit 7.3.7.

4. Overerstatnings- og taksationskommissionens prøvelse

Det fremgår af § 4, stk. 1 i bekendtgørelse nr. 1214 af 10. oktober 2025 om erstatnings- og taksationskommissioner, overerstatnings- og taksationskommissioner og øvrige kompetente myndigheder til behandling af sager om erstatning og kompensation til minkvirksomheder og visse følgeerhverv (herefter erstatnings- og taksationsbekendtgørelsen), at Overerstatnings- og taksationskommissionen skal efterprøve påklagede afgørelser truffet af erstatnings- og taksationskommissionerne i sager om erstatning og kompensation til minkvirksomheder og visse følgeerhverv efter regler udstedt i medfør af § 8, stk. 3, i lov om aflivning af og midlertidigt forbud mod hold af mink.

Det fremgår videre af erstatnings- og taksationsbekendtgørelsens § 28, at Overerstatnings- og taksationskommissionen kan begrænse sin prøvelse af en afgørelse til de forhold, der er klaget over. Overerstatnings- og taksationskommissionen har foretaget prøvelse af Erstatnings- og taksationskommissionens værdiansættelse af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020, som er fastsat i delafgørelsen af 12. marts 2024.

Overerstatnings- og taksationskommissionen har ikke foretaget en prøvelse af de i delafgørelsen af 12. marts 2024 fastsatte vilkår for overdragelse af virksomheden, idet Erstatnings- og taksationskommissionen har genoptaget vilkårene i den endelige afgørelse af 20. september 2024.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tager ved denne afgørelse ikke stilling til klagerne over Erstatnings- og taksationskommissionens endelige afgørelse om kompensation af 20. september 2024 og Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse om efterregulering af kompensation af 12. november 2025. Overerstatnings- og taksationskommissionen vil tage stilling hertil særskilt.

Tallene, angivet i denne afgørelse, er afrundede. I det omfang samtlige decimaler har været til rådighed for Overerstatnings- og taksationskommissionen, er de løbende beregninger foretaget med samtlige decimaler.

5. Kompensationsberettiget virksomhed

5.1. Retligt grundlag

Det fremgår af nedlukningsbekendtgørelsens § 2, nr. 2, litra a, at Virksomhed 1 er en kompensationsberettiget følgeerhvervsvirksomhed.

Følgeerhverv modtager efter ansøgning ved permanent nedlukning af minkrelateret virksomhed kompensation for værdien af denne virksomhed før den 4. november 2020, inklusiv eventuel eksportrelateret virksomhed, opgjort efter de principper, der gælder for opgørelse af ekspropriationserstatning jf. nedlukningsbekendtgørelsens § 16, stk. 1 (tidligere § 14, stk. 1).

Det følger af ekspropriationsretlige principper, at der skal gives fuldstændig kompensation for værdien af det afståede. Udgangspunktet for udmålingen af kompensationen til følgeerhvervsvirksomheder er således den afståede virksomheds værdi i handel og vandel pr. 4. november 2020. Ved værdien i handel og vandel forstås det beløb, som virksomheden kunne have indbragt ved salg på det åbne marked inden for en rimelig salgsperiode til en kyndig køber med kendskab til de stedlige pris- og markedsforhold for virksomheder af den pågældende art og karakter.

Kompensationen kan i konkrete tilfælde fastsættes efter brugsværdien, hvis forholdene tilsiger det. Hvis brugsværdien er højere end handelsværdien, er det brugsværdien, der skal gives kompensation for.

Det følger endvidere af de ekspropriationsretlige principper, at kompensationen skal fastsættes på baggrund af et konkret skøn. Værdiansættelsen af en virksomhed kan foretages ved hjælp af forskellige egnede beregningstekniske metoder, der kan bidrage til at estimere værdien af virksomheden. Værdiansættelsen vil under alle omstændigheder have en skønsmæssig karakter.

5.2. Afgrænsning af værdiansættelsesobjektet

Virksomhed 1 har virket under navnet Virksomhed 1 . Virksomhed 1 har drevet virksomhedstype .

Datterselskabet Virksomhed 2 har stået for den internationale indsamling af skind. Under selskabet findes Virksomhed 3 , som har været ansvarlig for markedsføring, salg og branding af Virksomhed 1 i Kina og Sydøstasien.

Datterselskabet Virksomhed 5 har produceret og solgt pelsaccessories. Selskabet var besluttet nedlukket før den 4. november 2020, hvorfor aktiviteten i selskabet var begrænset.

Derudover findes datterselskabet Virksomhed 4 , som har udlejet ejendomme.

5.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens afgrænsning af værdiansættelsesobjektet

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 datterselskaber er omfattet af definitionen i nedlukningsbekendtgørelsens § 2, nr. 2, litra a i det omfang der er tale om minkrelateret virksomhed. Kommissionen har på den baggrund fundet, at værdiansættelsesobjektet omfatter følgende:

- Virksomhed 1
- Virksomhed 5
- Virksomhed 2
- Forsøgsfarmen (CHR-nummer CHR 1)

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 4 ikke er en del af værdiansættelsesobjektet, da det ikke er omfattet af Virksomhed 1 ansøgning om kompensation, og idet selskabet ikke var minkrelateret virksomhed, da selskabets aktivitet var drift og udlejning af investeringsejendomme, og selskabet ikke ejede ejendomme, der blev anvendt i forbindelse med Virksomhed 1 minkrelaterede virksomhed herunder Virksomhed 1 hovedkontor på Adresse 1 .

5.2.2. Overerstatnings- og taksationskommissionen afgrænsning af værdiansættelsesobjektet

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende afgrænsningen af værdiansættelsesobjektet.

6. Valg af værdiansættelsesmodeller til værdiansættelse af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020

Handelsværdien af en virksomhed kan fastsættes på flere måder, herunder efter kapitalværdibaserede modeller, relative værdiansættelsesmodeller og substansværdimodellen.

Derudover kan værdien af en virksomhed fastsættes efter brugsværdien.

EY har, efter anmodning af formanden for Erstatnings- og taksationskommissionen, udarbejdet en værdiansættelsesrapport til brug for værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Deloitte har efter anmodning fra Virksomhed 1 ligeledes udarbejdet en værdiansættelsesrapport.

6.1. Erstatnings- og taksationskommissionens valg af værdiansættelsesmodeller

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved værdiansættelsen af Virksomhed 1 fundet, at der bør inddrages flere værdiansættelsesmodeller til at vurdere værdien af Virksomhed 1 . Der er henvist til, at det er sædvanlig praksis at anvende forskellige værdiansættelsesmetoder ved værdiansættelse af virksomheder, og at anvendelsen af forskellige værdiansættelsesmetoder skaber den mest retvisende værdiansættelse af Virksomhed 1 , og dermed det bedst mulige grundlag for udmåling af kompensationen.

6.2. Valg af værdiansættelsesmodeller i Virksomhed 1 værdiansættelse og EY's værdiansættelse

Handelsværdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 er i Virksomhed 1 værdiansættelse opgjort efter DCF-modellen.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 handelsværdi opgjort efter DCF- og EVA-modellen, relative værdiansættelsesmodeller og substansværdimodellen.

6.3. Overerstatnings- og taksationskommissionens valg af værdiansættelsesmodeller

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder ligesom et flertal af Erstatnings- og taksationskommissionen, at der til brug for værdiansættelsen af Virksomhed 1 bør inddrages forskellige værdiansættelsesmodeller for at skabe den mest retvisende værdiansættelse af Virksomhed 1 , og dermed det bedst mulige grundlag for udmålingen af kompensationen.

Handelsværdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 vil herefter blive vurderet efter:

- kapitalværdibaserede modeller (afsnit 7 og 8)
- relative værdiansættelsesmodeller (afsnit 9)
- substansværdimodellen (afsnit 10)

Derudover behandles spørgsmålet om brugsværdi (afsnit 11).

7. Fremskrivning af skindmængder og skindpriser i perioden 2021-2030

Det er til brug for værdiansættelsen af Virksomhed 1 , efter de kapitalværdibaserede modeller, nødvendigt at fastlægge forventningerne til, hvordan markedet for minkskind ville udvikle sig fremover. De udarbejdede markedsanalyser estimerer de forventede gennemsnitlige skindmængder og skindpriser i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 har vedrørende fremskrivning af skindmængder og skindpriser navnlig anført, at det ikke er retvisende, at Erstatnings- og taksationskommissionen har ladet det helt ekstraordinære COVID-19 år 2020 indgå i markedsudsigterne for minkbranchen, da det påvirker gennemsnitsprisen for danske minkskind og produktionsmængderne negativt i hele fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 har desuden anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har undladt at forholde sig til faktuelle fejl i KPMG's og EY-Parthenons markedsanalyser, herunder bl.a. i forbindelse med opgørelse af varelageret ultimo 2021 og manglende inflationsregulering i perioden 1992-2008.

I det følgende behandles denne del af klagen, herunder klagetema 1 og 2.

Afsnittet er opdelt i følgende underemner:

- Markedsanalyserne (afsnit 7.1.)
- Fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030 (afsnit 7.2.)
- Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 (afsnit 7.3.)
- Fremskrivning af priser på skind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 (afsnit 7.4.)

7.1. Markedsanalyserne

Erstatnings- og taksationskommissionen har foretaget en fremskrivning af de forventede gennemsnitlige skindmængder og skindpriser i perioden 2021-2030. Fremskrivningen har dannet grundlag for kommissionens værdiansættelse af Virksomhed 1 .

Der er udarbejdet følgende markedsanalyser:

- Virksomhed 1 markedsanalyse af 4. november 2022, som er udarbejdet med bistand fra Deloitte.
- EY-Parthenons markedsanalyse af 2. november 2022, som er udarbejdet på anmodning af Erstatnings- og taksationskommissionens formand.
- KPMG's markedsanalyse af 17. marts 2023, som er udarbejdet på anmodning af Erstatnings- og taksationskommissionens formand, efter at Virksomhed 1 rejste kritik af EY-Parthenons markedsanalyse.

7.1.1. Virksomhed 1 markedsanalyse af 4. november 2022

Virksomhed 1 markedsanalyse giver indledningsvist en introduktion til markedet og pelsbranchen, herunder en beskrivelse af virksomhedstype markedet for minkskind, forbruger- og råvareefterspørgslen, lagre på tværs af værdikæden, det cykliske forhold mellem produktion og pris samt en indføring i den 10-årige branchecyklus.

Det fremgår endvidere af markedsanalysen, at det, for at fremskrive mængder og priser på minkskind for perioden 2021-2030, er nødvendigt at holde sig de indbyrdes afhængigheder mellem parametrene efterspørgsel, udbud og pris for øje. De tre parametre kan ikke analyseres uafhængigt af hinanden eller med udgangspunkt i forskellige perioder, da en fremskrivning således ikke vil gengive de historiske branchedynamikker, og dermed ikke vil give et retvisende billede.

Virksomhed 1 har, for at sikre denne indbyrdes sammenhæng, anvendt følgende metode:

- Efterspørgsel: Først analyseres og fremskrives forbruger- og råvareefterspørgslen på minkskind, som den drivende af de tre parametre. Dette er samtidigt fundamentet for de mængder, som virksomhedstype markedet ville forvente at udbyde i perioden.
- Udbud: Dernæst analyseres og fremskrives de produktionsmængder af minkskind, som skal til for at honorere efterspørgslen. Fremskrivningen af produktionsmængderne er opdelt på danske og udenlandske minkskind.
- Priser: Som den sidste af de tre parametre analyseres og fremskrives virksomhedstype priserne på danske og udenlandske minkskind.
- Konkurrence: Konkurrencesituationen mellem virksomhedstyperne analyseres, og de indbyrdes mængder virksomhedstyperne imellem fremskrives for perioden.

7.1.2. EY-Parthenons markedsanalyse af 2. november 2022

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse anvendt primære datakilder, herunder interviews og spørgeskema til industri og markedsaktører, og sekundære datakilder, herunder statistiske opgørelser og markedsanalyser fra offentlige og private aktører og fagbøger, avisartikler og markedsrapporter.

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse fremskrevet skindmængder og skindpriser for en 5-årig periode fra 2021-2025.

EY-Parthenon har anvendt en kontrafaktisk metode til analysen. Det kontrafaktiske scenarie er en fortsættelse af den danske minkavl, hvor EY-Parthenon har antaget, at de danske minkavlere den 4. november 2020 ikke var blevet pålagt at nedlægge deres minkbesætninger. Fremskrivningen er baseret på historiske data. I tillæg hertil er der foretaget interviews med udvalgte markedseksperter for at få belyst strukturelle tendenser for udbud, efterspørgsel og pris for danske minkskind solgt på virksomhedstyper gældende pr. den 4. november 2020.

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse anvendt følgende metode til vurdering af markedsudviklingen for minkskind:

- Basis for fremskrivning: Analyse af historisk data for at identificere den seneste periode med prisdannelse, hvor der ikke har været usædvanlige begivenheder og derfra etablere et udgangspunkt for fremskrivning af pris, der ikke er påvirket af usædvanlige begivenheder.
- Markedsvurdering: Analyse af primære og sekundære kilder samt data for den fremtidige markedsudvikling for at vurdere dynamikker for udbud og efterspørgsel samt etablere en estimeret prisudvikling.
- Spørgeskemavalidering: Eksperters forventninger til udvikling i udbud, efterspørgsel og pris i et kontrafaktisk scenarie.
- Samlet vurdering: Fastlæggelse af det mest sandsynlige prisudfaldsrum med brug af eksperters forventninger som validering af markedsvurderingen.

EY-Parthenon har til brug for fremskrivningen af markedet anvendt perioden 1992-2008, som ifølge EY-Parthenon har været den seneste periode med den nuværende kundebase og uden ekstraordinære begivenheder.

7.1.3. KPMG's markedsanalyse af 17. marts 2023

KPMG har anvendt en vektor-autoregressionsmodel (VAR) til at fremskrive pris og produktion på markedet for minkskind og deraf også salgstal, da disse følger produktionsmængderne. Modellen er baseret på historiske danske data. De udenlandske priser og salgstal er beregnet på baggrund af de danske, da der historisk har været en klar sammenhæng mellem disse.

Modellen er designet til at tage højde for, at pris og produktion er gensidigt afhængige. KPMG har anført, at det er en væsentlig forudsætning for anvendelsen af denne model, at der er kausalitet mellem pris og produktion, hvilket KPMG på baggrund af Granger-kausalitetstest har fundet statistisk signifikans for, at der er.

VAR-modellens styrke er, at den kan tage højde for sammenhængen mellem flere variable, som ændrer sig over tid. Det betyder, at modellen kan forklare fremtidige værdier baseret på tidligere værdier i forskellige variable med forskellige vægte. KPMG har dog bemærket, at der er udfordringer ved anvendelse af VAR-modellen for de udenlandske priser og produktionsmængder, da datagrundlaget tilbage i tid er utilstrækkeligt.

I forbindelse med analysen har KPMG gennemført mere end 30 interviews med centrale aktører og personer inden for minkerhvervet, herunder danske og udenlandske minkavlere, foderproducenter, opkøbere, garvere, producenter af minkskindsprodukter, detailhandlere og uafhængige eksperter. KPMG har derudover indsamlet et kvantitativt datamateriale vedrørende markedet for minkskind og pelsprodukter i samarbejde med blandt andre Virksomhed 1 , danske minkavlere og uafhængige eksperter samt officielle datakilder.

7.1.4. Erstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger vedrørende markedsanalyserne

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved fremskrivningen af den gennemsnitlige skindmængde og skindpris for perioden 2021-2030 inddraget de tre markedsanalyser.

Under sagens behandling ved Erstatnings- og taksationskommissionen har Virksomhed 1 rejst kritik af markedsanalyserne udarbejdet af henholdsvis EY-Parthenon og KPMG. Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at den rejste kritik ikke er af en sådan karakter, at der er fundet grundlag for at undlade at lade markedsanalyserne indgå, som en del af oplysningsgrundlaget. Flertallet har hertil bemærket, at kommissionen har forholdt sig kritisk til markedsanalyserne og inddraget disse, som et af de elementer, der har betydning for udmålingen af kompensation.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har i den forbindelse lagt vægt på både den af Virksomhed 1 rejste kritik til hver af de to markedsanalyser, og henholdsvis EY-Parthenons og KPMG's kommentarer til kritikken. Flertallet har anført, at kommissionen har indhentet sagkyndig bistand fra flere uafhængige sagkyndige, som har anvendt forskellige modeller til at analysere og fremskrive markedsforholdene, og som alle er udtryk for sædvanlig praksis. Flertallet har bemærket, at de forskellige tilgange til og vurderinger af markedsforholdene ikke kan føre til, at analyserne ikke bør indgå som en del af oplysningsgrundlaget.

Videre har kommissionens flertal lagt vægt på, at inddragelsen af flere markedsanalyser skaber det bedste grundlag for at fastlægge den forventede markedsudvikling for minkskind.

7.1.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende markedsanalyserne

Virksomhed 1 har til Minksekretariatet, 2. instans, den 23. april 2024 tilkendegivet, at Virksomhed 1 ønsker, at Overerstatnings- og taksationskommissionen foretager et nyt skøn af de eksisterende markedsanalyser.

Virksomhed 1 har anført, at det som led i værdiansættelsen af Virksomhed 1 er af afgørende betydning at fastlægge forventningerne til, hvordan markedet for minkskind, og i særdeleshed udbud og priser, ville udvikle sig i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 har endvidere anført, at det, for at fremskrive mængder og priser på minkskind for perioden 2021-2030, er nødvendigt at forholde sig til de indbyrdes afhængigheder mellem parametrene efterspørgsel, udbud og pris. Ifølge Virksomhed 1 kan de tre parametre ikke

analyseres uafhængigt af hinanden eller med udgangspunkt i forskellige perioder, da en fremskrivning således ikke vil gengive de historiske branchedynamikker, og dermed ikke vil give et retvisende billede.

Virksomhed 1 *bemærkninger til EY-Parthenons markedsanalyse*

Virksomhed 1 har anført, at den af Virksomhed 1 fremførte kritik af EY-Parthenons markedsanalyse har medført, at Erstatnings- og taksationskommissionens formand den 1. december 2022 besluttede, at der skulle indhentes en ny markedsanalyse, KPMG's markedsanalyse. Dette kan kun tages som udtryk for, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke fandt det forsvarligt at lade EY-Parthenons markedsanalyse danne grundlag for vurderingen af skindmarkedet.

Virksomhed 1 har desuden anført, at der er en række faktuelle fejl og misforståelser i EY-Parthenons markedsanalyse, og at der ikke er gennemført en sammenhængende analyse af udbud og efterspørgsel, som er de afgørende elementer for prisdannelsen på minkskind. Det er videre anført, at der i analysen anvendes tre forskellige perioder, der tilsammen strækker sig over næsten 30 år. I markedsanalysen bliver udbuddet fremskrevet med udgangspunkt i året 2020, fremskrivningen af efterspørgslen bygger på detailsalget i perioden 2016-2019, og til fremskrivning af prisanalysen anvendes perioden 1992-2008. Virksomhed 1 har anført, at udbud, efterspørgsel og pris er indbyrdes afhængige, hvorfor der ikke kan gennemføres en retvisende analyse af de tre parametre baseret på tre forskellige perioder.

Virksomhed 1 har videre anført, at EY-Parthenon i prisanalysen har lagt til grund, at den seneste 10-årige cyklus (2010-2019) ikke kan anvendes som grundlag for prisen med henvisning til, at der er tale om en boble i perioden. EY-Parthenon anvender i stedet perioden 1992-2008 som retvisende grundlag for prisen under henvisning til, at den væsentlige efterspørgsel på skind blev overtaget af kineserne fra 1992. EY-Parthenon har lagt til grund, at Kinas voksende økonomi allerede fra 1992 gjorde Kina til det dominerende forbrugermarked for minkpels, hvilket efter Virksomhed 1 opfattelse er forkert. I perioden 1992-2008 var det forbrugerne i de vestlige økonomier (Europa og Nordamerika) samt Rusland, der drev efterspørgslen. Der var i perioden en begrænset indenlandsk efterspørgsel på det kinesiske marked. Det var først i slutningen af 00'erne, hvor væksten i BNP i Kina tog til, og at minkpelse produceret af skind af høj kvalitet for alvor blev solgt til de kinesiske forbrugere.

Virksomhed 1 har yderligere anført, at anvendelsen af spørgeskemaer er helt centralt i EY-Parthenons analyse, og at de 14 respondenter er instrueret forskelligt, da der findes tre forskellige formuleringer i de 14 besvarede spørgeskemaer. Det er videre anført, at respondenternes svar viser, at flere af dem ikke har forstået, at der er tale om en kontrafaktisk analyse, og at der i flere besvarelser bliver refereret til begivenheder, som har fundet sted efter den 4. november 2020, samt at adskillige af respondenterne ikke var kvalificerede til at være "markedseksperter".

Virksomhed 1 har endvidere anført, at en gennemgang af spørgeskemaerne viser, at EY-Parthenon har anmodet respondenterne om at angive prisen på minkskind på *Global Auctions* og *Danish Auctions*. De skind, der sælges på *Danish Auctions*, er både danske og udenlandske. Respondenterne er derved ikke blevet anmodet om at angive forventningen til prisen på danske minkskind. På trods heraf har EY-Parthenon benyttet respondenternes svar til at validere prisen på danske minkskind, selvom respondenternes svar omfatter både de danske og udenlandske skind, der sælges af Virksomhed 1 . I forlængelse heraf har Virksomhed 1 anført, at danske

skind i perioden 2010-2020 gennemsnitligt blev solgt til en pris, der var 27 % højere end udenlandske skind.

Endelig har Virksomhed 1 anført, at EY-Parthenon i sin markedsanalyse har undladt at inflationsregulere priserne på minkskind i perioden 1992-2008. EY-Parthenons inflationsregulering starter fra 2008, hvilket er en fejl, der er påtalt af Peter Bogetoft, Dr.Merc., Professor CBS og Fødevarestyrelsens finansielle rådgiver, PwC. Virksomhed 1 har videre anført, at EY-Parthenons beregning er matematisk inkonsistent, da man ikke kan undlade at inflationsregulere priserne for årene 1992-2008, men kun inflationsregulere for årene 2009-2020. I perioden, der går helt tilbage til 1992, var der en høj inflation, mens der i perioden 2010-2019 næsten ingen inflation har været.

Konsekvensen af EY-Parthenons fejl er, at gennemsnitsprisen på danske skind i EY-Parthenons fremskrivning skal justeres fra 229 kr. til 267 kr. i 2020-priser.

Virksomhed 1 *bemærkninger til KPMG's markedsanalyse*

Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen i vurderingen af det fremtidige marked for minkskind har anvendt den af KPMG udarbejdede markedsanalyse.

Virksomhed 1 har bemærket, at KPMG's fremskrivning af skindpriser og -mængder foretages på grundlag af en model, der bygger på sammenhængen mellem danske skindpriser og -mængder i salgsårene 1947-2020. Som input til modellen og fremskrivning af minkpriser og produktionsmængder på danske minkskind for perioden 2021-2030 har KPMG anvendt årene 2018, 2019 og 2020. Ved at anvende årene 2018-2020 tager KPMG udgangspunkt i et historisk prismæssigt lavpunkt for minkbranchen, som således danner basis for fremskrivningen af danske minkpriser og produktionsmængder i perioden 2021-2030. Dette udgangspunkt er ikke repræsentativt for den danske minkbranches historie. Herudover har Virksomhed 1 anført, at varelageret er opgjort forkert i KPMG's markedsanalyse.

Virksomhed 1 har med bistand fra professor Peter Bogetoft genskabt KPMG's model og fremskrevet skindpriser og -mængder for danske minkskind for perioden 2021-2030. Ved at anvende perioden 1947-2019 og udelukke COVID-19 året 2020 stiger priserne på danske minkskind fra 247 kr. til 296 kr. i 2020-priser.

7.1.6. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende markedsanalyserne

Fødevarestyrelsen har bemærket, at Virksomhed 1 ikke har ønsket, at der blev indhentet en yderligere markedsanalyse i forbindelse med Overerstatnings- og taksationskommissionens behandling af sagen, hvilket Fødevarestyrelsen har erklæret sig indforstået med.

Fødevarestyrelsens bemærkninger til Virksomhed 1 *markedsanalyse*

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 fremskrivning af markedet for minkskind er baseret på anvendelsen af historiske data fra 1960-2020, bl.a. ved at foretage en simpel regresionsanalyse af råvareefterspørgslen i denne periode. Virksomhed 1 anvender desuden data fra 1960-2020 med henblik på at beskrive udviklingen i den danske markedsandel af minkproduktionen.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at råvare- og forbrugerefterspørgslen bliver fremstillet som værende stigende for perioden 1960-2020. Denne udvikling danner grundlaget for Virksomhed 1

Virksomhed 1 estimering af efterspørgslen efter minkskind fra 2020 og de kommende ti år. Det er ikke klart, hvordan denne fremskrivning fra 1960'erne og frem er relevant for perioden fra 2020 og frem, hvor markedet og kundegrundlaget ikke kan antages at være sammenligneligt med efterspørgselsdynamikkerne f.eks. fra 1960'erne. Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at det typisk er de seneste observationer, der tillægges størst relevans ved fremskrivning af forbrugerefterspørgslen.

Af Virksomhed 1 egen fremstilling af råvare- og forbrugerefterspørgslen fremgår det, at den faktiske råvareefterspørgsel har været kraftigt faldende siden 2014. Dette understøtter efter Fødevarestyrelsens opfattelse, at den historiske råvare- og forbrugerefterspørgsel fra 1960'erne og frem ikke egner sig som basis for estimering af efterspørgslen fra 2020 eller den fremtidige efterspørgsel.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at det er uklart, hvilket metodegrundlag der ligger til grund for Virksomhed 1 fremskrivning af markedet. Endeligt har Fødevarestyrelsen bemærket, at markedsanalysen bygger på vurderinger fra Virksomhed 1 , som samtidig har en naturlig interesse i en høj værdiansættelse.

Fødevarestyrelsens bemærkninger til EY-Parthenons markedsanalyse
Fødevarestyrelsen har anført, at EY-Parthenon i deres markedsanalyse har flere forskellige metoder og kilder til at belyse markedsprisen, hvilket efter Fødevarestyrelsens vurdering styrker muligheden for at lave robuste konklusioner. EY-Parthenons analysemetode tager udgangspunkt i perioden 1992-2008, som ifølge EY-Parthenons analyse er den seneste periode med prisdannelse, hvor der ikke har været usædvanlige begivenheder.

Fødevarestyrelsen har under partsmøderne den 16. – 18. december 2024 tilkendegivet, at de er enige i, at det er en fejl, at EY-Parthenon ikke har inflationsreguleret i perioden 1992-2008.

Fødevarestyrelsens bemærkninger til KPMG's markedsanalyse
Fødevarestyrelsen har anført, at det styrker KPMG's metodegrundlag, at KPMG både har argumenteret teoretisk og empirisk for valg af model. KPMG understøtter eksempelvis valget af modelparametre med brug af Cobweb-teorien og har testet historiske sammenhænge empirisk. Metodegrundlaget for fremskrivningen og de dertilhørende antagelser fremstår efter Fødevarestyrelsens vurdering mere gennemskueligt end i markedsanalysen fra Virksomhed 1 , da KPMG konkret fremlægger den model, som benyttes til fremskrivningen af skindpris og -mængde.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at det samtidig er mere transparent, hvordan KPMG's antagelser vedrørende COVID-19 og lageropbygningen i Virksomhed 1 har påvirket skindpriser og -mængder i fremskrivningen, sammenlignet med de øvrige markedsanalyser. Fødevarestyrelsen har dog ikke kunnet forholde sig til validiteten af KPMG's statistiske model på det foreliggende grundlag. Udover at benytte statistiske modeller til fremskrivningen og de bagvedliggende antagelser har KPMG anvendt følsomhedsanalyser til at afspejle mulige udfaldsrum i andre scenarier, hvilket efter Fødevarestyrelsens opfattelse styrker robustheden af KPMG's resultater.

7.1.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af markedsanalyserne
Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer i overensstemmelse med Erstatnings- og taksationskommissionen, at de tre markedsanalyser skal indgå i oplysningsgrundlaget ved fremskrivningen af markedet for minkskind.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enige med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at den af Virksomhed 1 rejste kritik ikke er af en sådan karakter, hverken i relation til det faktuelle grundlag eller metoden, at EY-Parthenons og KPMG's markedsanalyser skal udelades som en del af oplysningsgrundlaget.

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder ikke grundlag for, at der indhentes en ny markedsanalyse, hvilket parterne heller ikke har udtrykt ønske om.

7.2. Fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030

7.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at markedet for minkskind er præget af en vis cyklicitet. Flertallet har på baggrund heraf vurderet det hensigtsmæssigt at anvende en 10-årig fremskrivningsperiode. Denne vurdering er baseret på de samlede foreliggende oplysninger om markedet for produktion og salg af minkskind.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at det, selvom markedet for minkskind er præget af en vis cyklicitet, er nødvendigt at korrigere historiske data for ekstraordinære perioder, der ikke forventes at ville gentage sig i perioden 2021-2030. Flertallet har i den forbindelse vurderet, at opsvinget i 1980'erne og opsvinget i 2010'erne ikke ville have gentaget sig for perioden 2021-2030, idet opsvingene i disse perioder var ekstraordinære. Flertallet har anført, at den høje efterspørgsel, der toppede i 1986 og i 2013, ikke var udtryk for denne cyklicitet, men at den høje efterspørgsel også var påvirket af andre ekstraordinære faktorer, herunder vestlige modetrends samt stærk kinesisk vækst og åbningen af *megastores* i Kina. Flertallet har på den baggrund fundet, at der skal korrigeres herfor i forventningerne til markedet for minkskind.

Baseret på indholdet af de foreliggende markedsanalyser har flertallet vurderet, at efterspørgslen på minkskind ville have været lettere stigende i perioden 2021-2030 sammenlignet med 2020. Flertallet har lagt vægt på, at Kina efter det fremkomne har væsentlig betydning for efterspørgslen på minkskind, og at den kinesiske økonomi fortsat ville vækste i perioden 2021-2030, men at væksten ikke ville svare til det økonomiske opsving i 2000-2020. Flertallet har således vurderet, at den økonomiske udvikling på Virksomhed 1 hovedmarkeder ville have en lettere positiv indvirkning på efterspørgslen.

Flertallet har endvidere vurderet, at dyrerettighedsaktivisme kan have betydning for efterspørgslen, men har dog fundet, at dyrerettighedsaktivisme ikke ville have haft en nævneværdig negativ indvirkning på efterspørgslen på minkskind i perioden 2021-2030, idet dyrerettighedsaktivisme i denne periode ikke ville have indvirkning på Virksomhed 1 hovedmarkeder for afsætning af minkskind.

Flertallet har vurderet, at vejrforhold ville have en neutral indvirkning på efterspørgslen af minkskind, mens COVID-19 ville have en lettere negativ påvirkning på efterspørgslen i begyndelsen af perioden.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har samlet set vurderet, at drivkræfterne i markedet ville have påvirket efterspørgslen nogenlunde ligeligt både positivt og negativt, hvorfor

der den 4. november 2020 ikke var grundlag for at forvente en markant øget efterspørgsel i perioden 2021-2030.

Fremskrivning af markedet med inddragelse af 2020

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at 2020 var et atypisk år påvirket af COVID-19, herunder med nedlukning af fysiske butikker, begrænsede muligheder for afholdelse af fysiske virksomhedstyper mv.

Kommissionens flertal har anført, at det forhold, at kommissionen tager udgangspunkt i efterspørgslen i 2020, ikke er ensbetydende med, at COVID-19-året 2020 er fundamentet for fremskrivningen. Kommissionens flertal har vurderet, at der skal tages udgangspunkt i den gældende situation i 2020. Flertallet har videre vurderet, at virkningerne fra COVID-19 i begyndelsen af perioden 2021-2030 ville aftage, og at disse således ikke ville fortsætte i fremskrivningsperioden.

Flertallet har endvidere vurderet, at der ikke vil indtræde en ekstraordinær begivenhed som COVID-19 i perioden 2021-2030, og at der ikke vil indtræde ekstraordinære opsving i perioden. Kommissionens flertal har således vurderet, at der er en periode i fremskrivningsperioden, der er påvirket af COVID-19, men at der ikke forventes en lignende ekstraordinær periode med nedgang i perioden 2021-2030.

I forhold til den af Virksomhed 1 rejste kritik af KPMG's markedsanalyse, vedrørende fremskrivningen af markedet baseret på 2020, har flertallet henvist til KPMG's bemærkninger til Virksomhed 1 høringssvar til KPMG's markedsanalyse. Det fremgår heraf, at fremskrivningen af skindprisen i KPMG's markedsanalyse korrekt tager udgangspunkt i årene 2018, 2019 og 2020 for at estimere skindprisen i 2021, men at de tre års påvirkning af værdien i 2021 er estimeret på baggrund af den historiske sammenhæng mellem skindpriser og salg tilbage til 1947, og at modellen derigennem derfor tager hensyn til den generelle udvikling i markedet og til markedets cyklicitet. Et lavt udgangspunkt fører derfor ikke nødvendigvis til en lavere efterfølgende estimeret pris.

7.2.2. Fremskrivning af markedet i Virksomhed 1 markedsanalyse

Det fremgår af Virksomhed 1 markedsanalyse, at væksten i den kinesiske økonomi og købekraft fortsat forventes at stige i fremskrivningsperioden 2021-2030, hvilket betyder, at forbrugerefterspørgslen på pels forventes at stige i overensstemmelse med den historiske tendens fra 1960-2020. Råvareefterspørgslen fremskrives i overensstemmelse med forbrugerefterspørgslen, og vurderes til at udgøre gennemsnitlig 36,7 mio. minkskind pr. år i fremskrivningsperioden. Der er i fremskrivningen korrigeret for samtlige atypiske faktorer, som vurderes at påvirke efterspørgslen fremadrettet.

Den danske markedsandel på virksomhedstype markedet har gennem årene løbende udviklet sig i takt med væksten og udviklingen af den danske avlsdyrsbestand. Den danske markedsandel og produktion ville vokse sig stærkere i den kommende 10-årige cyklus, baseret på branchehistoriske data og den aktuelle danske konkurrencekraft som, før nedlunkningen, var høj.

Fremskrivningen af den danske produktion tager udgangspunkt i den historiske størrelse og udvikling, og det lægges til grund, at væksten i den danske produktion ville være fortsat som hidtil. I fremskrivningen forventes den danske produktion at udgøre 18,5 mio. minkskind. Den

fremskrevne udvikling i den danske produktion svarer til en vækst på 16 % sammenlignet med den forrige cyklus fra 2010-2019.

Den udenlandske produktion, som omsættes gennem akutionsmarkedet, er i den fremskrevne periode beregnet som differensen mellem virksomhedstype udbud og den danske minkproduktion. Den fremskrevne danske markedsandel for årene 2020-2029 forventes at udgøre 51 % af det samlede virksomhedstype marked, og dermed en voksende markedsandel sammenlignet med den tidligere branchecyklus fra 2010-2019.

På baggrund af fremskrivningen af efterspørgsel og udbud er prisen på minkskind fremskrevet for perioden 2021-2030 for både danske og udenlandske skind, og virksomhedstype markedet generelt. Fremskrivningen af skindpriserne er baseret på en antagelse om et gennemsnitligt årligt fald i skindpriserne på 6 % sammenlignet med forrige cyklus. Udgangspunktet for fremskrivningen af skindpriserne er danske priser, da den danske minkproduktion er verdensledende og dermed drivende for de producerede skindmængder og -priser.

Da branchen forlod den forrige cyklus i 2020, var der en markant underforsyning til markedet, hvilket betød, at udbuddet af minkskind hos virksomhedstyperne var væsentligt under efterspørgslen. Det forventes, at det gennemsnitlige niveau for udbud/efterspørgsel vil være lavere i perioden 2021-2030 end i perioden 2010-2019.

Det følger af markedsanalysen, at Virksomhed 1 forventer, at priserne i gennemsnit vil ligge på et lavere niveau i 2021-2030 end i 2010-2019. Der er anvendt samme prisforskel mellem danske og udenlandske skind solgt på virksomhedstype i den fremskrevne periode sammenlignet med den forrige periode. Prisen på udenlandske skind ligger gennemsnitligt 27 % lavere end priserne på danske skind.

7.2.3. Fremskrivning af markedet i EY-Parthenons markedsanalyse

Det følger af EY-Parthenons markedsanalyse, at forventningen er, at udbud og efterspørgsel vil følge et parallelt nedadgående forløb, hvilket vil resultere i et stabilt let stigende underliggende prisforløb, som den faktiske pris vil svinge omkring.

Efterspørgslen på minkskind forventes ifølge EY-Parthenons fremskrivning overordnet at ville falde grundet kontinuerlig udfasning af pels blandt ledende modehuse, lettere fald i den kinesiske efterspørgsel og et historisk dalende detailsalg.

Udbuddet på minkskind forventes ifølge markedsanalysen at være lettere faldende grundet klare udmeldinger fra EU-lande vedrørende forbud mod hold af mink, finansielt udfordrede avlere på tværs af lande og opbygning af store varelagre hos virksomhedstyper, engrosforhandlere og detailbutikker, som forventeligt ville begrænse produktionen, mens udbuddet stadig forventes at være stort grundet eksisterende varelagre.

Det følger videre af markedsanalysen, at den globale produktion forventes at falde langsomt, mens den danske produktion forventes at være stabil ud fra 2020-niveauet og derved vinde markedsandele. Det globale og danske udbud ville forventeligt stige i 2021-2024, da virksomhedstypernes lagre ville tømmes. Herudover var det forventet, at Virksomhed 1 ville vinde markante markedsandele.

7.2.4. Fremskrivning af markedet i KPMG's markedsanalyse

Det følger af KPMG's markedsanalyse, at Danmark den 3. november 2020 var verdens førende producent af minkskind. Danske minkavlere solgte således 40 % af alle minkskind på det globale marked, og Virksomhed 1 solgte 65 % af alle minkskind på de globale virksomhedstyper.

Det følger videre, at Kina var det vigtigste marked for minkskindsprodukter og vurderedes i 2020 at stå for mere end 60 % af detailhandlen. KPMG har således i deres markedsanalyse vurderet, at Danmark og Kina er de væsentligste lande at fokusere på i forhold til en analyse af udbud og efterspørgsel på minkskindsmarkedet.

Det følger af markedsanalysen, at der på udbudssiden har været en tendens til konsolidering af virksomhedstype markedet samt strammere regulering af minkavl, bl.a. på grund af øget fokus på dyrevelfærd. KPMG har lagt til grund, at dansk minkavl frem mod 2030 ikke var i risiko for at lukke som følge af forbud, ligesom konsolideringen omkring Virksomhed 1 virksomhedstype kun har styrket den danske position på det globale marked.

Det følger videre af markedsanalysen, at på efterspørgselssiden er detailhandlen løbende rykket til Kina, hvilket ikke forventes ændret frem mod 2030.

KPMG har i fremskrivningen foretaget tre antagelser. For det første har der historisk været to perioder med ekstraordinær efterspørgsel, som KPMG ikke forventer i fremskrivningsperioden. KPMG har derfor kontrolleret for disse to perioder, således at fremskrivningsmodellen ikke overestimerer efterspørgslen. For det andet forventer KPMG, at COVID-19 restriktionerne for den kinesiske detailhandel ville være løftet i 2021, mens det for resten af verden ventes i 2022. For det tredje har Virksomhed 1 opbygget et varelager, som ville skulle sælges på markedet, forventeligt i årene 2022-2024. Dette har KPMG vurderet, ville have en negativ virkning på pris og produktion.

Den samlede markedsværdi for danske minkskind vil i KPMG's markedsanalyse, i faste priser, minde om perioden 2000-2009. Dog vil værdien i perioden 2021-2030, som følge af frigivelse af det opbyggede varelager i 2020, være drevet mere af salgsvolumen end pris, hvilket betyder, at marginerne for avlerne må forventes at være lavere end tidligere. Skindprisen forventes dog fortsat at ligge højere end den generelle produktionsomkostning for minkskind, og der forventes derfor fortsat at være et lønsomt marked for minkskind efter COVID-19.

7.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030

Virksomhed 1 har bemærket, at Erstatnings- og taksationskommissionens flertal i vurderingen af det fremtidige marked for minkskind, har anvendt den af KPMG udarbejdede markedsanalyse.

Virksomhed 1 har anført, at KPMG's fremskrivning af skindpriser og -mængder er foretaget på grundlag af en model, der bygger på sammenhængen mellem danske skindpriser og -mængder i salgsårene 1947-2020. Som input til modellen og fremskrivning af minkpriser og produktionsmængder på danske minkskind i perioden 2021-2030 har KPMG anvendt årene 2018, 2019 og 2020. Ved at anvende årene 2018, 2019 og 2020 har KPMG taget udgangspunkt i et historisk

prismæssigt lavpunkt for minkbranchen, hvilket ikke er repræsentativt. Særligt anvendelsen af det helt ekstraordinære COVID-19 år 2020 har afgørende indflydelse på modellens forudsigelser af de fremtidige priser og mængder på minkskind.

Virksomhed 1 har endvidere anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen i delafgørelsen er enig i, at 2020 var et atypisk og ekstraordinært år, men kommissionen har henvist til, at KPMG's fremskrivning ikke er særligt påvirket af inddragelsen af COVID-19 året 2020, da modellen bygger på data fra 1947-2020.

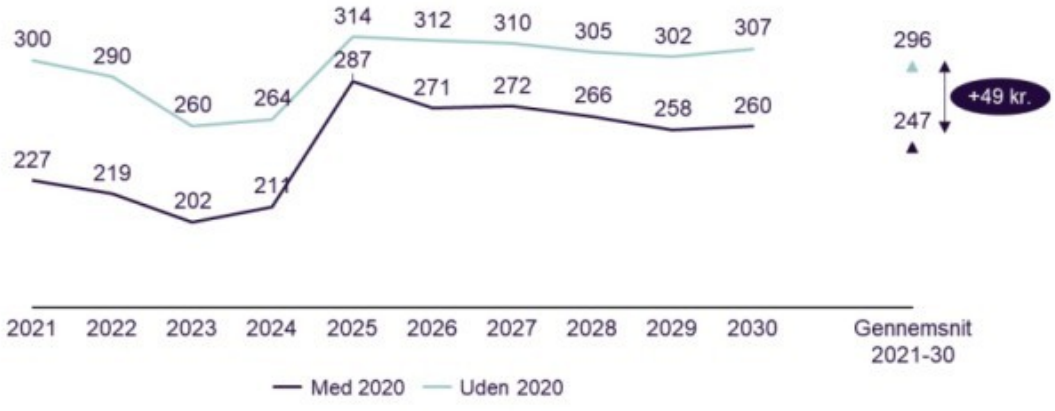
Virksomhed 1 har med bistand fra professor Peter Bogetoft genskabt KPMG's model og fremskrevet priser og mængder for danske minkskind for perioden 2021-2030. Ved at anvende perioden fra 1947-2019 og udelukke COVID-19 året 2020 som bærende fundament for fremskrivningen stiger priserne på danske minkskind fra 247 kr. til 296 kr. i 2020-priser. Virksomhed 1 har anført, at det er faktuelt forkert, når Erstatnings- og taksationskommissionen påstår, at det ikke har nogen betydning, om fremskrivningen er baseret på COVID-19 året 2020, da prisen stiger med 49 kr., hvis 2020 ikke indgår i beregningen.

Virksomhed 1 har anført, at KPMG på et møde mellem KPMG og Virksomhed 1 den 27. marts 2023, har oplyst, at det er korrekt, at modellen bygger på branche historik, men at selve fremskrivningen imidlertid kun bygger på data fra årene 2018, 2019 og 2020. KPMG har i et høringssvar af 28. april 2023 til Minksekretariatet, 1. instans, uddybet, hvilke data der er anvendt i modellen. KPMG har oplyst, at modellen bygger på historiske sammenhænge mellem pris og salg på danske minkskind for perioden 1947-2020. Samtidig har KPMG forklaret, at et lavt udgangspunkt ikke nødvendigvis fører til en lavere estimeret værdi det efterfølgende år.

Virksomhed 1 har anført, at det dog ikke ændrer ved det faktum, at inddragelsen af året 2020 har afgørende betydning for skindpriser og -mængder for hele fremskrivningsperioden, og at KPMG ikke har forholdt sig faktuelt til Virksomhed 1 kritik.

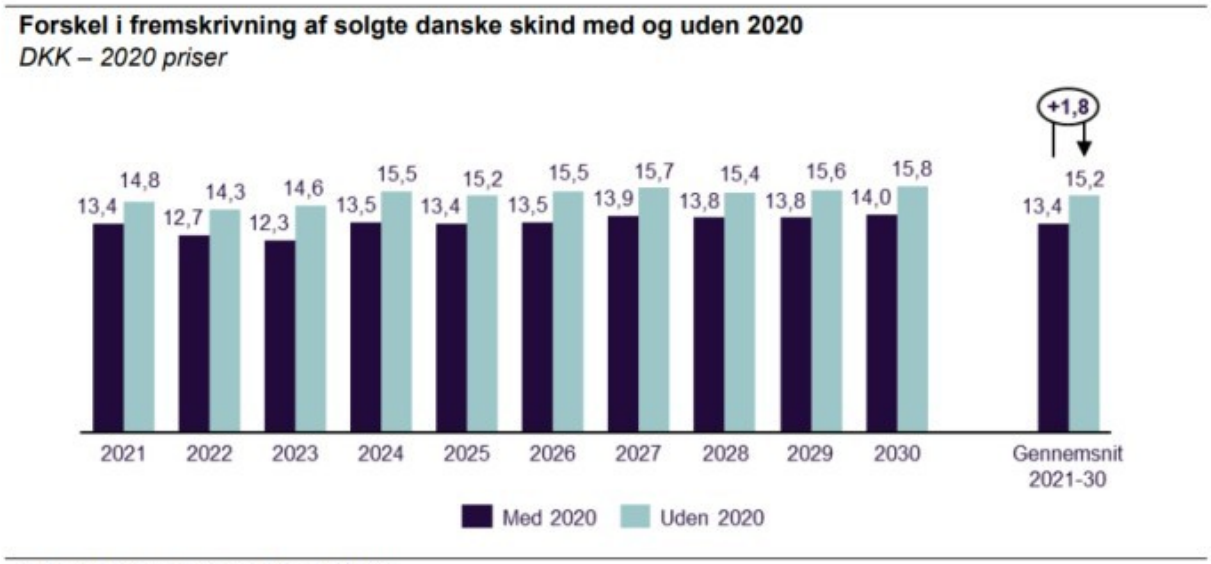
Professor Peter Bogetoft har undersøgt modellens følsomhed overfor valg af COVID-19 året 2020 som ordinært. I figur 1 og 2 fremgår undersøgelsens resultater:

Forskel i fremskrivning af priser på danske skind med og uden 2020
DKK – 2020 priser



Kilde: Professor Bogetoft og KPMG

Figur 1



Kilde: Professor Bogetoft og KPMG

Figur 2

Virksomhed 1 har anført, at resultaterne klart viser, hvor afgørende 2020 er for fremskrivningen af skindpriser og -mængder for hele perioden. Dette har således påvirket gennemsnitsprisen for danske minkskind negativt med 49 kr. og produktionsmængderne negativt med gennemsnitligt 1,8 mio. minkskind årligt i hele fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 har gennem de seneste ti år gennemsnitligt omsat 24,1 mio. minkskind årligt, og så sent som 2019 blev der solgt 25,2 mio. minkskind. Normalt sælger Virksomhed 1 tæt på 100 % af de udbudte varer, hvilket også fremgår af KPMG's markedsrapport. I COVID-19 året 2020 faldt omsætningen af minkskind til 14,6 mio. skind og en salgsprocent på 71 %. Salgsmæssigt var der således tale om et år uden fortilfælde.

Virksomhed 1 har videre bemærket, at EU-kommissionen og regeringen er enige om, at 2020, som er stærkt påvirket af COVID-19, ikke bør tillægges nogen betydning i forbindelse med værdiansættelse af minkvirksomhederne, jf. præmis 47 i EU-Kommissionens afgørelse af 7. april 2021. Virksomhed 1 har i forlængelse heraf bemærket, at indstillingen er udarbejdet med assistance fra Fødevareministeriet.

Virksomhed 1 har videre anført, at KPMG har defineret perioderne 1980'erne og 2009-2018 som ekstraordinære gode for minkbranchen, og har i sin fremskrivning foretaget en negativ korrektion heraf. Disse korrektioner indebærer reducerede danske skindmængder i fremskrivningsperioden på 2,5 mio. årligt og en prisreduktion på danske minkskind på 16 kr. årligt. Når ekstraordinære gode perioder udelades, bør det tilsvarende gælde for ekstraordinære dårlige perioder, i særdeleshed når det kun gælder et år.

Virksomhed 1 har desuden anført, såfremt Overerstatnings- og taksationskommissionen måtte komme frem til, at det ikke er forsvarligt eller for usikkert at basere værdiansættelsen af Virksomhed 1 s virksomhed på hypotetiske konsulentrapporter, hvor der er påvist og doku-

menteret en række faktuelle fejl og misforståelser, må alternativet være at falde tilbage på de faktiske kendte forhold. Dette svarer til den tilgang, den daværende regering anvendte som grundlag for den skematiske model, der kan anvendes af minkavlerne i medfør af reglerne i nedlukningsbekendtgørelsen.

7.2.6. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030

Fødevarestyrelsen har anført, at kompensationen til Virksomhed 1 skal opgøres efter de principper, der gælder for ekspropriationserstatning og som udgangspunkt efter handel og vandelmodellen.

Dette gælder uanset, at minkbranchen var udfordret på dette tidspunkt, både generelt set og som følge af COVID-19, og at tidspunktet ikke var optimalt i forhold til en høj prissætning af virksomheder i branchen. At vurderingstidspunktet er forholdene pr. 4. november 2020, og dermed et tidspunkt, hvor branchen var udfordret, gælder også i tilfælde af, at Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der undtagelsesvis er grundlag for at værdiansætte Virksomhed 1 ud fra brugsværdibetragtninger. Fødevarestyrelsen har videre anført, at EY-Parthenons og KPMG's markedsanalyser samt Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse er i overensstemmelse med disse grundlæggende forudsætninger.

Fødevarestyrelsen har desuden anført, at det er korrekt, når Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at der skal tages udgangspunkt i den gældende situation pr. 4. november 2020, og at dette ikke er ensbetydende med, at COVID-19 året 2020 er fundamentet for fremskrivningen. Vurderingen af bl.a. skindpriser og -mængder beror i vidt omfang på skønsmæssige vurderinger, og KPMG's markedsanalyse fastlægger ikke rammen for sagens behandling i Overerstatnings- og taksationskommissionen. Der er ikke belæg for blot at tage KPMG's beregning af skindpriser og ekskludere året 2020 fra beregningen.

Det er Fødevarestyrelsens forståelse, at udelukkelsen af 2020 relaterer sig til to forhold: 1) en udelukkelse af 2020 i modellen (VAR-modellen), og 2) en udelukkelse af 2020 som udgangspunkt for fremskrivning af skindpriser og -mængder.

Ved helt at udelukke 2020 i fremskrivningen af priser og mængder på danske minkskind i perioden 2021-2030 vil markedsdynamikkerne fra 2020 ikke have nogen effekt på modelfremskrivningen. Dette må således implicit medføre en antagelse om, at en kyndig købers forventninger til fremtidige skindpriser og -mængder den 4. november 2020 (baseret på en VAR-model) alene vil indeholde tilgængelig information indtil 2019.

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at en fuldstændig udelukkelse af 2020 i en markedsanalyse er uforenelig med, at værdien af Virksomhed 1 skal ske med udgangspunkt i forholdene pr. 4. november 2020, jf. nedlukningsbekendtgørelsens § 14, stk. 1 (nugældende § 16, stk. 1).

Fødevarestyrelsen har endvidere bemærket, at priserne på minkskind i 2020 afspejler markedsligevægten mellem udbud og efterspørgsel. Udbuddet, såvel som efterspørgslen, kan være påvirket af COVID-19, men prisen kan også være påvirket af mere generelle udbuds- og efterspørgselsdynamikker, herunder udviklingen af markedet for minkskind i nedadgående retning i årene op til værdiansættelsestidspunktet. En modelfremskrivning, hvor 2020 ekskluderes fra analysen, vil helt se bort fra disse forhold.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at vurderingen af fremtidige skindpriser og -mængder pr. 4. november 2020 i vidt omfang er baseret på skønsmæssige vurderinger, herunder en samlet vurdering af rimeligheden af de metodiske grundlag og de bagvedliggende forudsætninger og antagelser bag fremskrivningen. Der er derfor ikke belæg for blot at ekskludere året 2020 i KPMG's modelfremskrivning af skindpriser og på baggrund af dette enkeltstående modeloutput lægge til grund, at Erstatnings- og taksationskommissionens samlede skønsmæssige vurdering af en rimelig forventning pr. 4. november 2020 til de fremtidige skindpriser og -mængder i 2021-2030 skulle være misvisende.

7.2.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende fremskrivning af markedet i perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer i overensstemmelse med Erstatnings- og taksationskommissionen, at der skal anvendes en 10-årig fremskrivningsperiode, da markedet for minkskind er præget af en vis cyklicitet, hvor pris, produktion, udbud og efterspørgsel er indbyrdes afhængige.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er endvidere enige med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at det er nødvendigt at korrigere historiske data for ekstraordinære perioder, som ikke forventes at ville gentage sig i perioden 2021-2030.

Kommissionen finder ligeledes, at efterspørgslen på minkskind ville have været svingende, men samlet set lettere stigende i fremskrivningsperioden, og at COVID-19 ville have en lettere negativ påvirkning på efterspørgslen i begyndelsen af perioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer samlet set i overensstemmelse med Erstatnings- og taksationskommissionen, at drivkræfterne i markedet ville have påvirket efterspørgslen stort set ligeligt både positivt og negativt. Den 4. november 2020 var der således ikke grundlag for at forvente en markant øget efterspørgsel i perioden 2021-2030.

Særligt vedrørende fremskrivning af markedet med inddragelse af 2020

Det følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 16, stk. 1, at følgeerhverv efter ansøgning ved permanent nedlukning af minkrelateret virksomhed, modtager kompensation for værdien af virksomheden før den 4. november 2020, opgjort efter de principper, der gælder for opgørelse af ekspropriationserstatning.

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, at en udelukkelse af året 2020 er uforeneligt med bestemmelsens ordlyd, hvorefter værdiansættelsestidspunktet ligger før nedlukningen pr. 4. november 2020. Det afgørende er således, hvad en kyndig køber ville lægge vægt på umiddelbart før den 4. november 2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionen lægger til grund, at en kyndig køber ved værdiansættelsen vil gøre brug af al kendt information om branchen. En kyndig køber vil vurdere virksomhedens fremtidsudsigter ved at udarbejde prognoser, der bl.a. tager udgangspunkt i historiske data og de konkrete markedsforhold. Dette uanset om der på værdiansættelsestidspunktet er ugunstige tider. En kyndig køber vil således inddrage oplysninger om minkbranchens generelle udfordringer samt usikkerheden om betydningen af COVID-19. Kommissionen vurderer derfor, at en kyndig køber ikke vil se bort fra COVID-19 året 2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionen bemærker endvidere, at kommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at fremskrivningen i KPMG's markedsanalyse ikke alene er baseret på året 2020. Det fremgår, at teknikken i KPMG's fremskrivningsmodel er baseret på observationer i perioden 1947-2020, som også har været præget af volatilitet. Modellen fremskriver dermed udviklingen i fremskrivningsperioden baseret på de identificerede mønstre i de historiske data.

7.3. Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Til brug for værdiansættelsen af Virksomhed 1 , er det nødvendigt at fremskrive skindmængder solgt af Virksomhed 1 . Fremskrivningen tager udgangspunkt i forventningerne til markedet i perioden 2021-2030.

7.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Erstatnings- og taksationskommissionen har fremskrevet danske og udenlandske skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030.

Opgørelse og indregning af varelager

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har, med henvisning til Virksomhed 1 markedsanalyse og værdiansættelse, vurderet det rimeligt at antage, at Virksomhed 1 i perioden 2022-2024 forventes at sælge de skind, som Virksomhed 1 den 4. november 2020 havde på lager. Flertallet har vurderet, at Virksomhed 1 varelager den 4. november 2020 bestod af 16,5 mio. minkskind, som anført i KPMG's markedsanalyse.

Fremskrivning af forventede danske skindmængder solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har anført, at kommissionen overordnet set er enige i de parametre, som KPMG har lagt vægt på i deres markedsanalyse som afgørende for skindmængderne i 2021-2030. Kommissionen har vurderet, at mængderne for danske minkskind i perioden 2021-2030 skal fastsættes skønsmæssigt i overensstemmelse hermed.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at den lettere stigende efterspørgsel ville have en positiv indvirkning på den danske produktion af minkskind, at frigivelsen af Virksomhed 1 varelager ville have en negativ indvirkning på den danske produktion af minkskind, og at konsolideringen af minkfarme, hvor de mest effektive minkfarme ville drive konsolideringen, ville have en neutral indvirkning på den danske produktion af minkskind.

Flertallet har på den baggrund vurderet, at de angivne parametre ville have både positiv og negativ indvirkning på produktionen, og at denne samlet ville have været relativt konstant i perioden 2021-2030.

Flertallet har vurderet, at den danske produktion af minkskind i gennemsnit forventes at være 13,4 mio. minkskind pr. år i perioden 2021-2030, og at samtlige producerede danske skind forventes solgt på virksomhedstype året efter, de bliver produceret.

Flertallet har videre vurderet, at Virksomhed 1 markedsandel på danske minkskind udgør 100 %. Kommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 forventes at sælge samtlige produce-

rede danske minkskind på virksomhedstype i overensstemmelse med Virksomhed 1 og EY's værdiansættelser.

Fremskrivning af forventede udenlandske skindmængder solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at Virksomhed 1 i gennemsnit forventes at sælge lige mange danske og udenlandske minkskind i perioden 2021-2030, og at Virksomhed 1 således forventes at sælge 13,4 mio. udenlandske skind ekskl. varelager i gennemsnit pr. år i perioden.

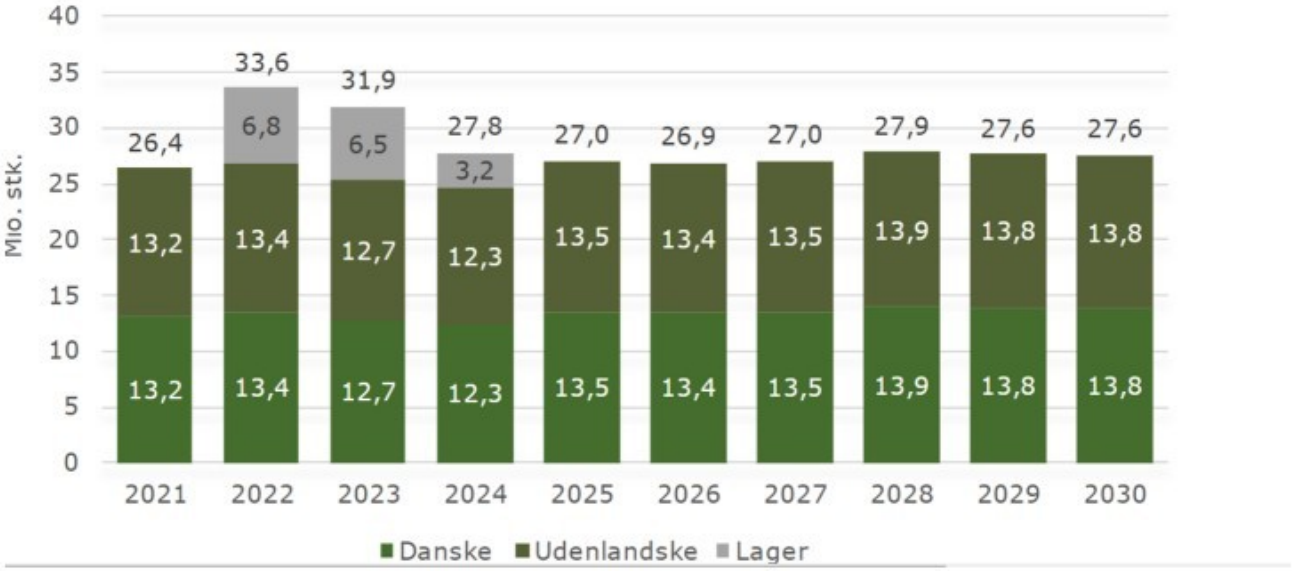
Kommissionen har lagt vægt på, at fordelingen mellem danske og udenlandske skind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2010-2019 i gennemsnit udgjorde 62 % danske minkskind og 38 % udenlandske minkskind. Kommissionen har, med henvisning til Virksomhed 1 og EY's værdiansættelser, vurderet det rimeligt at antage, at Virksomhed 1 forventes at vinde markante markedsandele på salg af udenlandske skind som følge af vedvarende kvalitets- og skalafordele.

Erstatnings- og taksationskommissionens samlede fremskrivning af forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at Virksomhed 1 sammenlagt forventes at sælge 26,7 mio. danske og udenlandske minkskind i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden, eksklusiv Virksomhed 1 varelager. Flertallet har endvidere vurderet det rimeligt at antage, at Virksomhed 1 i perioden 2022-2024 også forventes at sælge de skind, som Virksomhed 1 den 4. november 2020 havde på lager. Flertallet har således fundet, at den gennemsnitlige skindmængde solgt af Virksomhed 1 udgør 28,4 mio. pr. år i perioden 2021-2030 inkl. varelager.

Kommissionens flertal har skønsmæssigt fastsat skindmængden solgt af Virksomhed 1 for hvert enkelt år i perioden 2021-2030 som følger:

Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1



Kilde: Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse af 12. marts 2024

Figur 3

7.3.2. Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i Virksomhed 1 markedsanalyse og værdiansættelse

Ved fremskrivningen af antal minkskind solgt af Virksomhed 1, har Virksomhed 1 i værdiansættelsen taget udgangspunkt i antallet af solgte skind på virksomhedstype markedet og Virksomhed 1 markedsandel af virksomhedstype markedet.

Det fremgår af markedsanalysen, at der i fremskrivningsperioden forventes et samlet globalt udbud af skind på gennemsnitligt 38,3 mio. skind pr. år, inkl. et samlet varelager på 16,9 mio. skind. Det er videre estimeret, at den danske markedsandel af det samlede virksomhedstype udbud forventes at stige til 51 % i perioden 2020-2029. Produktionen af danske skind forventes at være i gennemsnit 18,5 mio. skind pr. år i perioden 2020-2029.

Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse fremskrevet danske minkskind solgt af Virksomhed 1 til i gennemsnit at udgøre 18,4 mio. skind pr. år. i perioden 2021-2030. Virksomhed 1 har til Minksekretariatet, 1. instans, oplyst, at deres markedsandel af den danske minkproduktion er sat til 100 % i fremskrivningen.

Det fremgår af markedsanalysen, at Virksomhed 1 siden 2010 har været globalt markedsledende med en markedsandel på mere end 50 %. Virksomhed 1 markedsandel er vokset fra 57 % i 2010 til 74 % i 2020.

Det følger af Virksomhed 1 værdiansættelse, at antallet af solgte skind af Virksomhed 1 forventes at stige fra et gennemsnit på 24,1 mio. pr. år i 2010-2019 til et gennemsnit på 29,2 mio. pr. år fra 2021-30, inkl. varelager. Dette skyldes en forventet stigende markedsandel fra ca. 65 % i 2019 sammenlignet med ca. 75 % i 2030.

Virksomhed 1 har senest til Minksekretariatet, 2. instans, oplyst, at varelageret ultimo 2020 udgjorde 16,9 mio. minkskind, men at der herfra skal fratrækkes 5,8 mio. skind, som allerede var solgt. Virksomhed 1 varelager udgjorde derfor 11,1 mio. minkskind ultimo 2020. Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse og værdiansættelse opgjort varelageret samlet, hvorfor det ikke kan udledes, hvor mange af disse skind, der er danske henholdsvis udenlandske.

7.3.3. Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i EY-Parthenons markedsanalyse og EY's værdiansættelse

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse alene fremskrevet markedet for minkskind for perioden 2021-2025. EY har med udgangspunkt heri fremskrevet markedet for minkskind for perioden 2021-2030 i deres værdiansættelse.

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse fremskrevet udviklingen i den virksomhedstype udbudsmængde for hvert år i perioden 2021-2025. Fremskrivningen er opdelt på det danske og det udenlandske udbud. Det gennemsnitlige danske udbud udgør 14,8 mio. minkskind pr. år, inkl. varelager, og det udenlandske udbud udgør i gennemsnit 15,8 mio. minkskind pr. år, inkl. varelager.

Ved fremskrivningen af skindmængder solgt af Virksomhed 1 har EY-Parthenon og EY fremskrevet det samlede antal solgte minkskind af Virksomhed 1, og har dermed ikke opdelt Virksomhed 1 salg i danske og udenlandske skindmængder.

Det fremgår af EY's værdiansættelse, at den samlede skindmængde solgt af Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden 2021-2030 forventes at udgøre i gennemsnit 24,3 mio. minkskind pr. år ekskl. varelager.

EY har i deres værdiansættelse anvendt følgende antagelser for Virksomhed 1 frem til 2025: en forventet global skindproduktion på gennemsnitlig 27,2 mio. minkskind pr. år i overensstemmelse med EY-Parthenons markedsanalyse, at alle danskproducerede skind forventes at blive solgt af Virksomhed 1 , at Virksomhed 1 markedsandel af udenlandske skind solgt på virksomhedstype udgør 80 % i overensstemmelse med EY-Parthenons markedsanalyse, samt et eksisterende lager på 16,9 mio. minkskind, som forventes at blive solgt i perioden 2022-2024.

EY har i deres værdiansættelse oplyst, at det var forventningen på værdiansættelsesdatoen, at 45 % af de af Virksomhed 1 solgte skind i fremskrivningen ville stamme fra udenlandske mink.

Det følger videre af EY's værdiansættelse, at Virksomhed 1 lagre forventes at være tømt efter 2024, og væksten i den globale produktion forventes at være nul i overensstemmelse med EY-Parthenons markedsanalyse. EY har dermed i deres værdiansættelse antaget, at det årlige antal minkskind solgt af Virksomhed 1 vil være konstant fra 2025.

Det er antaget i EY-Parthenons markedsanalyse, at 50% af Virksomhed 1 samlede varelager er danske minkskind.

7.3.4. Fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i KPMG's markedsanalyse og EY's appendiks

KPMG har i deres markedsanalyse fremskrevet de danske solgte mængder til 12,9 mio. minkskind i gennemsnit pr. år, inkl. varelager. KPMG har fremskrevet de udenlandske solgte mængder til 19,1 mio. minkskind i gennemsnit pr. år, inkl. varelager, i perioden 2021-2030.

Det fremgår af markedsanalysen, at de solgte udenlandske mængder følger den danske kurve, idet forholdet mellem dansk og udenlandsk salg har været stabilt og ligeledes antages at være det i fremtiden. Det fremgår videre, at omtrent 64 % af det samlede virksomhedstype salg i verden i 2019 var på Virksomhed 1 virksomhedstype . Den danske produktion har i perioden 1990-2020 i gennemsnit udgjort 43 % af verdens samlede produktion.

Virksomhed 1 varelager er i KPMG's markedsanalyse opgjort til 16,9 mio. minkskind på baggrund af Virksomhed 1 oplysninger. Ud af disse var 5,8 mio. minkskind allerede solgt, men midlertidigt opbevaret på Virksomhed 1 faciliteter. Det fremgår videre af markedsanalysen, at de udenlandske skind udgjorde ca. 42 % af det salgbare lager. Der ville forventeligt blive opbygget et ekstra lager i 2021, hvilket giver yderligere 1,5 mio. skind til lageret med danske skind i 2021.

EY har i deres appendiks til værdiansættelsesscenarierne af 4. maj 2023 fremskrevet de af Virksomhed 1 udenlandske solgte skindmængder på baggrund af de af KPMG oplyste tal, og ud fra antagelsen om, at Virksomhed 1 har en markedsandel på 100 % af danske solgte mængder og 50 % af udenlandske solgte mængder.

Det fremgår af appendikset, at de forventede danske minkskind solgt af Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden udgør 13 mio. skind i gennemsnit, og at de forventede udenlandske skind solgt af Virksomhed 1 udgør 10 mio. skind i gennemsnit.

De af EY udarbejdede værdiansættelsesscenarier er ikke et udtryk for EY's vurdering af EV for Virksomhed 1, men har alene det formål, at Erstatnings- og taksationskommissionen kunne fastsætte kompensationen til Virksomhed 1 på et oplyst grundlag.

7.3.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende fremskrivning af skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Virksomhed 1 har anført, at Virksomhed 1 og Virksomhed 6 den 4. november 2020 havde et varelager af minkskind, der som følge af COVID-19 året 2020 ikke var blevet solgt. Virksomhed 1 har videre anført, at alle er enige om, at der i forbindelse med fremskrivningen af minkskindpriser og -mængder for 2021-2030 skal tages højde for, at dette lager ville blive solgt i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 har anført, at KPMG i deres fremskrivning af skindpriser og -mængder har lagt til grund, at der den 4. november 2020 var et varelager hos Virksomhed 1 på 11,1 mio. minkskind, mens der hos Virksomhed 6 var et varelager på 1,7 mio. minkskind. I alt giver dette et varelager pr. 4. november 2020 på 12,8 mio. minkskind.

Virksomhed 1 har bemærket, at KPMG i deres fremskrivning af skindpriser og -mængder, som Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har lagt til grund for værdiansættelsen af Virksomhed 1, har antaget, at varelageret vil blive solgt i årene 2022-2024. Skindprisen bliver i disse år derfor påvirket negativt på grund af det større udbud set i forhold til den af KPMG beregnede efterspørgsel af minkskind på verdensmarkedet.

Virksomhed 1 har videre bemærket, at KPMG opgør det samlede varelager, som skal sælges i 2022-2024 til 16,5 mio. minkskind. KPMG har foretaget en fiktiv opgørelse af lagerstørrelsen, som er for høj i forhold til de i 2020 faktuelle kendte produktionstal. Dette medfører et væsentligt større varelager, som skal udbydes i årene 2022-2024, end hvad varelageret reelt er.

KPMG har således beregnet et fiktivt udbud på 30,4 mio. minkskind i 2021, mens det faktiske udbud, opgjort på baggrund af faktuelle produktionstal, er 24,9 mio. minkskind, som fordeler sig på henholdsvis 13,2 mio. danske minkskind og 11,7 mio. udenlandske minkskind. KPMG har i deres markedsanalyse forudsat, at 92 % af produktionen i et år udbydes og sælges året efter. Den resterende del af produktionen sælges som avlsdyr eller i form af minkskind udenom virksomhedstyperne direkte til branchens kunder. Det betyder, at det kun er 22,9 mio. af de producerede minkskind, der bliver udbudt i 2021. Virksomhed 1 har i forlængelse heraf bemærket, at KPMG har fået udleveret de kendte faktiske produktionstal for 2020 i foråret 2023 sammen med det øvrige datamateriale.

Virksomhed 1 har videre anført, at en korrekt opgørelse af udbuddet i 2021 betyder, at der er en underforsyning af minkskind til markedet, fordi efterspørgslen overstiger det faktiske udbud. Ifølge KPMG's fremskrivning sælges 26,7 mio. minkskind, men antallet af skind, der kan udbydes til salg i 2021, udgør kun 22,9 mio. minkskind. Dette betyder, at der ikke vil være ekstra usolgte skind fra 2021, og at det varelager, som skal indregnes til salg i 2022-2024, skal reduceres med 3,8 mio. minkskind.

Virksomhed 1 har anført, at det faktuelt korrekte varelager udgør 7,5 mio. færre skind end opgjort af KPMG. Når varelageret, som skal indregnes og udbydes i 2022-2024, bliver mindre, betyder det, at prisen i de år bliver højere.

Virksomhed 1 har udarbejdet følgende til illustration:

Sammenligning af KPMG's fiktivt beregnede udbud i 2021 og det korrekt opgjorte faktiske udbud i 2021
Mio. skind.

	KMPG	Korrekt opgørelse
Udbud	30,4	22,9
Efterspørgsel	26,7	26,7
Over/underforsyning	+3,7	- 3,8
Lager primo 2021	12,8	12,8
Lager ultimo 2021	16,5	9,0

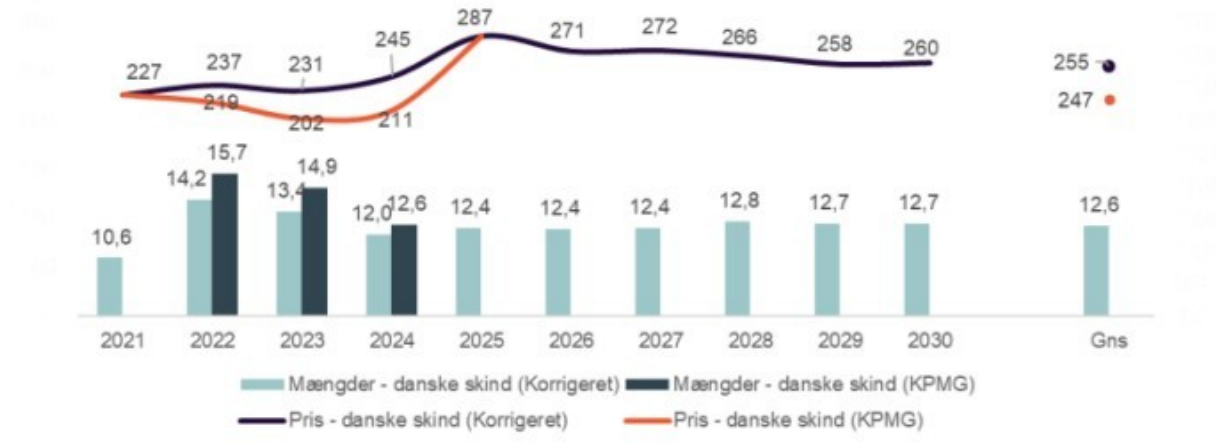
Kilde: KPMG og Virksomhed 1

Figur 4

Konsekvensen af, at der vil være en underforsyning af minkskind i stedet for en overforsyning, vil som følge af KPMG's egen metodik betyde, at der skal udbydes yderligere 3,8 mio. minkskind fra varelageret for at opretholde balancen mellem udbud og efterspørgsel. Dermed bliver en del af varelageret på 12,8 mio. minkskind allerede solgt i 2021, hvilket betyder, at varelageret som skal sælges i 2022-2024, kun udgør 9 mio. minkskind.

I figur 5 ses KPMG's fremskrivning af skindpriser og -mængder, hvor Virksomhed 1 har korrigeret for fejlen i opgørelsen og indregning af varelageret.

Fremskrivning af priser og mængder på danske skind – KPMG opgørelse og korrigeret opgørelse
DKK – 2020 priser og mio. skind



Kilde: KPMG og Virksomhed 1

Figur 5

Bemærkninger vedrørende Virksomhed 1 *markedsandele*
Det fremgår af Virksomhed 1 markedsanalyse, at Virksomhed 1 siden 2010 har været globalt markedsledende med en markedsandel på mere end 50 %.

Virksomhed 1 har bl.a. anført, at Virksomhed 1 markedsandel er vokset fra 57 % i 2010 til 74 % i 2020. Det fremgår endvidere af markedsanalysen, at Virksomhed 1 forventede et gennemsnitlig årligt udbud på 18,4 mio. danske minkskind i perioden 2021-2030, og et gennemsnitligt årligt udbud af danske og udenlandske på 38,3 mio. minkskind i perioden. Mængden af solgte skind gennem Virksomhed 1 forventes at stige fra et årligt gennemsnit på 24,1 mio. i perioden 2010-2019 til et årligt gennemsnit på 29,2 mio. i perioden 2021-2030. Dette skyldes en stigende markedsandel fra ca. 65 % i 2019 sammenlignet med ca. 75 % i 2030.

Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse anført, at den danske markedsandel af det samlede virksomhedstype udbud forventes at ville stige til 51 % i perioden 2020-2029. Således afspejles den samlede udbudsmængde i endnu højere grad i den danske produktion sammenlignet med forrige cyklus.

7.3.6. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende skindmængder solgt af Virksomhed 1 *i perioden 2021-2030*
Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at Erstatnings- og taksationskommissionen som led i den skønsmæssige vurdering ikke blot har lagt KPMG's markedsanalyse til grund, men derimod har foretaget et samlet skøn på baggrund af alle tre markedsanalyser og de i øvrigt fremlagte og indhentede oplysninger i sagen. Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse er således ikke udtryk for, at kommissionen blot har lagt KPMG's markedsanalyse til grund, ligesom KPMG's markedsanalyse ikke fastlægger rammen for behandlingen af sagen i Overerstatnings- og taksationskommissionen.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at uanset om Overerstatnings- og taksationskommissionen måtte være enig i Virksomhed 1 indsigelse omkring KPMG's opgørelse og indregning af varelager i 2021-2024, fører dette ikke i sig selv til, at gennemsnitsprisen på danske minkskind skal opjusteres i fremskrivningsperioden, da vurderingen af bl.a. skindpriser og -mængder beror på skønsmæssige vurderinger, hvor alle tre markedsanalyser skal inddrages sammen med de øvrige foreliggende oplysninger i sagen.

7.3.7. Anmodning om nye oplysninger fra Virksomhed 1 vedrørende varelager mv.
Minksekretariatet, 2. instans, har på vegne af Overerstatnings- og taksationskommissionen anmodet om nye oplysninger under sagens behandling vedrørende bl.a. Virksomhed 1 interne budgetter, herunder budgetter godkendt af bestyrelsen for regnskabsårene 2018-2021 samt referat og evt. materiale, såsom markedsanalyser, fra de bestyrelsesmøder i 2020, hvor det har været drøftet eller fremlagt, hvilken betydning COVID-19 forventedes af få for markedsudviklingen, herunder ledelsens reviderede vurdering og/eller fremskrivning af skindmængder og -priser for årene efter 2020. Herudover har sekretariatet anmodet om dokumentation for den faktiske produktion af minkskind i 2020 og dokumentation for varelagerets størrelse pr. 31. oktober 2020.

Virksomhed 1 har i svar af 10. januar 2025 oplyst, at de ikke udleverer fortroligt bestyrelsesmateriale, herunder interne budgetter for regnskabsårene 2018-2021. Baggrunden herfor er, at

det materiale, der indleveres til Overerstatnings- og taksationskommissionen, er undergivet reglerne om aktindsigt.

En gennemgang af Virksomhed 1 budget vil ikke give Overerstatnings- og taksationskommissionen indsigt i, hvad ledelsens forventning var til markedet fremadrettet. Virksomhed 1 arbejder ikke med budgetter, der indeholder en fremskrivning af skindpriser og -mængder og dermed ledelsens prognose på, hvordan markedet for minkskind vil udvikle sig. Virksomhed 1 har videre anført, at de i budgetlægningen har anvendt de senest kendte virksomhedstype priser. Med hensyn til skindmængder har Virksomhed 1 anvendt et *forecast* baseret på indeværende års danske produktion suppleret med de oplysninger, Virksomhed 1 modtager fra de udenlandske markeder vedrørende den udenlandske produktion. De producerede mængder sættes i forhold til Virksomhed 1 markedsandel, der herefter er grundlaget for *forecast* for det efterfølgende salgsår.

Virksomhed 1 har ikke udarbejdet markedsanalyser i sædvanlig forstand. Ledelsen har forud for starten af hver salgssæson i januar/februar foretaget en vurdering af den forudgående detailsæson, primært detailsalget på det kinesiske marked. Den faktiske produktion af minkskind bliver Virksomhed 1 bekendt med i løbet af produktionsåret, som går fra februar til november. Virksomhed 1 modtager vedrørende de udenlandske produktionstal løbende informationer fra de relevante udenlandske produktionsmarkeder, både fra salgsrepræsentanter, fodercentraler og andre interessenter. Den faktiske produktion for året 2020 er derfor et kendt tal i november 2020. Virksomhed 1 har hertil bl.a. henvist til KPMG's markedsanalyse, hvoraf det fremgår, at den udenlandske produktion i 2020 var 11,7 mio. minkskind.

Virksomhed 1 har ligeledes oplyst, at Virksomhed 1 varelager pr. 31. oktober 2020 udgjorde 16,9 mio. minkskind i alt, bestående af 5,9 mio. usolgte skind, 5,2 mio. avlerfrys og 5,8 mio. solgte skind. Det er de usolgte skind og skind på avlerfrys på i alt 11,1 mio. skind, der i KPMG's markedsanalyse sælges i 2022-2024.

7.3.8. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af skindmængder og markedsandele i perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen bemærker indledningsvist, at Virksomhed 1 i deres markedsanalyse har estimeret solgte danske skindmængder i fremskrivningsperioden væsentligt højere end estimeret af EY-Parthenon og KPMG.

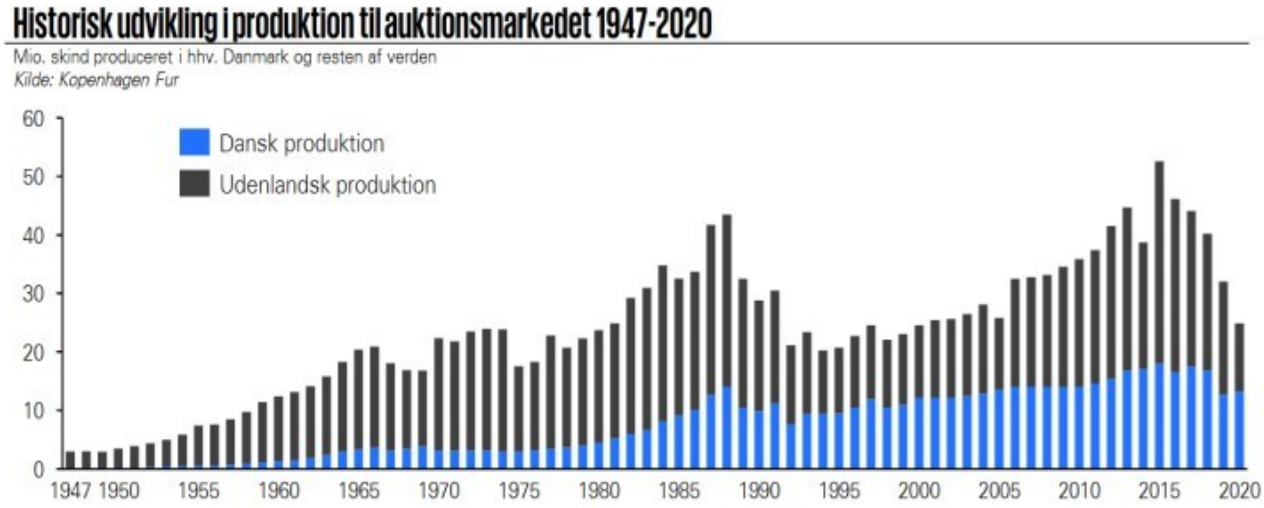
Overerstatnings- og taksationskommissionen kan konstatere, at KPMG's og EY-Parthenons markedsanalyser ligger relativt tæt på hinanden med hensyn til de gennemsnitlige danske solgte skindmængder i fremskrivningsperioden. Kommissionen finder, at det styrker grundlaget, at de to markedsanalyser ligger relativt tæt på hinanden i de estimerede solgte danske skindmængder.

Særligt vedrørende opgørelse og indregning af varelager i perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at det er den faktiske produktionsmængde af mink i 2020, som anført af Virksomhed 1 , der skal lægges til grund for opgørelsen af varelageret.

Virksomhed 1 har til Overerstatnings- og taksationskommissionen og KPMG oplyst, at de faktiske produktionstal for 2020 udgjorde 24,9 mio. minkskind, bestående af 13,2 mio. danske

minkskind og 11,7 mio. udenlandske minkskind. Kommissionen bemærker hertil, at KPMG i deres markedsanalyse har medtaget de af Virksomhed 1 oplyste faktiske produktionstal for 2020, se figur 6:



Kilde: KPMG og Virksomhed 1

Figur 6

Overerstatnings- og taksationskommissionen bemærker i den forbindelse, at KPMG ikke har anvendt de oplyste faktiske produktionstal fra 2020 ved deres opgørelse af varelageret ultimo 2021, som KPMG har opgjort til 16,5 mio. minkskind. Det er for kommissionen uklart, hvordan Virksomhed 6 ' varelager på 1,7 mio. skind nærmere indgår i KPMG's opgørelse af varelageret. På baggrund af Virksomhed 1 oplysninger, forudsætter kommissionen dog, at Virksomhed 6 ' varelager indgår i varelageret på 16,5 mio. minkskind.

KPMG har i deres markedsanalyse lagt til grund, at det med meget høj statistisk sikkerhed er ca. 92 % af de minkskind, der er produceret året før, som sælges på virksomhedstypen hvert år. Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at denne antagelse må gælde for den samlede produktion, herunder både den danske og udenlandske produktion. Det betyder, at det kun er 22,9 mio. af de producerede minkskind i 2020, der bliver udbudt i 2021, som også anført af Virksomhed 1 . Overerstatnings- og taksationskommissionen lægger dette til grund ved fremskrivningen af skindmængder solgt af Virksomhed 1 , se hertil Virksomhed 1 korrektioner i figur 4 i afsnit 7.3.5.

Overerstatnings- og taksationskommissionen lægger herudover til grund, at varelageret ultimo 2020 udgjorde 12,8 mio. minkskind inkl. Virksomhed 6 ' varelager, og at varelageret reduceres til 9 mio. minkskind ultimo 2021, som opgjort af Virksomhed 1 i figur 4. Kommissionen vurderer således, at det ved fremskrivningen af skindmængder solgt af Virksomhed 1 skal lægges til grund, at Virksomhed 1 varelager udgjorde 11,1 mio. minkskind ultimo 2020 og ville have udgjort 7,8 mio. minkskind ultimo 2021.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende opgørelse og indregning af Virksomhed 1 varelager i perioden 2021-2030.

Særligt vedrørende forventede danske skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at Virksomhed 1 forventes at ville sælge 12,9 mio. danske minkskind, inkl. varelager, i gennemsnit pr. år i perioden 2021-2030. Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, at der ikke er grundlag for den af Virksomhed 1 estimerede stigning i solgte mængder af danske minkskind. En sådan markant stigning ville kræve, at der samlet set skulle ske en væsentlig stigning i efterspørgslen på minkskind i fremskrivningsperioden set i forhold til efterspørgslen i slutningen af 2010'erne og 2020. Kommissionen vurderer, at en sådan væsentlig stigning ikke er sandsynlig, se hertil kommissionens fremskrivning af markedet i afsnit 7.2.7.

Kommissionen tager udgangspunkt i KPMG's markedsanalyse, idet denne efter kommissionens opfattelse bedst beskriver sammenhængen mellem efterspørgsel, produktion og udbud. Kommissionen har dog foretaget visse korrektioner, herunder korrektionen som fremgår af figur 4, og kommissionens opjustering af solgte danske skindmængder i 2021, som afspejler den faktiske produktion i 2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er i øvrigt enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at den danske minkproduktion forventes at udgøre 13,4 mio. minkskind i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden.

Kommissionen er ikke enig i Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af, at alle producerede danske minkskind, sælges af Virksomhed 1 . Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, i overensstemmelse med KPMG's markedsanalyse, at der i beregningen skal tages højde for, at det alene er ca. 92 % af de skind, der er produceret året før, som sælges på virksomhedstypen hvert år. Kommissionen har hertil lagt vægt på, at den resterende del af produktionen bl.a. sælges som avlsdyr eller i form af minkskind udenom virksomhedstyperne direkte til branchens kunder. Kommissionen vurderer herefter, at Virksomhed 1 forventes at have en markedsandel på 100 % af det danske udbud af minkskind, der sælges på virksomhedstype .

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af den forventede mængde af danske minkskind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030.

Særligt vedrørende forventede udenlandske skindmængder solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at Virksomhed 1 forventes at ville sælge 9,5 mio. udenlandske minkskind, inkl. varelager, i gennemsnit pr. år i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, i overensstemmelse med KPMG's markedsanalyse, at der fortsat vil være en væsentlig udenlandsk produktion af minkskind i fremskrivningsperioden. Kommissionen vurderer herefter, at de solgte mængder af udenlandske skind, forventes at udgøre 18,3 mio. minkskind i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden, idet det af KPMG anførte gennemsnit på 19,1 mio. udenlandske minkskind pr. år, reduceres grundet nedgangen i varelageret og en nedjustering af den solgte udenlandske mængde i 2021 som afspejler den faktiske produktion i 2020. Dette svarer til, at den udenlandske skindmængde udgør ca. 60 % af alle solgte minkskind på det globale marked, mens antallet af solgte danske

minkskind udgør ca. 40 % af det globale marked. Kommissionen har lagt vægt på, at forholdet mellem mængden af solgte danske skind og udenlandske skind historisk har været stabilt, og kommissionen vurderer, at dette ligeledes vil gøre sig gældende i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen lægger videre vægt på den af EY foretagne fremskrivning i værdiansættelsesscenariet af udenlandske skindmængder solgt af Virksomhed 1 , som EY har estimeret på baggrund af de af KPMG oplyste tal, se hertil afsnit 7.3.4. Det bemærkes, at KPMG i markedsanalysen har angivet, at Virksomhed 1 i 2020 solgte ca. 50 % af de udenlandske skindmængder.

Kommissionen finder, at der er en overvejende sandsynlighed for, at Virksomhed 1 ville have vundet markedsandele i fremskrivningsperioden, men ikke i den størrelsesorden, som Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet. Overerstatnings- og taksationskommissionen har lagt vægt på, at kvaliteten af udenlandske minkskind ikke er på samme høje niveau som danske minkskind, og der vil derfor være en del af markedet for udenlandske skind, som ikke vil være relevant for Virksomhed 1 , hvilket naturligt begrænser den markedsandel, som Virksomhed 1 kan forventes at vinde.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at stigningen i Virksomhed 1 markedsandele af de udenlandske minkskind først ville kunne ske efter, at påvirkningen af COVID-19 er ophørt og varelageret solgt. Dette skyldes, at markedet indtil da har været præget af et større udbud end efterspørgsel.

Kommissionen vurderer på denne baggrund, at Virksomhed 1 markedsandel på salg af udenlandske minkskind forventes at stige med 1 procentpoint årligt i perioden 2025-2029, hvorefter Virksomhed 1 markedsandel fra og med 2029 forventes at udgøre 55 % af den samlede udenlandske skindmængde. Se hertil figur 7.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af den forventede mængde af udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionens samlede fremskrivning af danske og udenlandske skindmængder solgt af Virksomhed 1

På baggrund af ovenstående vurderinger fastsætter Overerstatnings- og taksationskommissionen de af Virksomhed 1 solgte mængder i fremskrivningsperioden og Virksomhed 1 markedsandele som anført i figuren:



Figur 7

Virksomhed 1 forventes således gennemsnitligt at ville sælge 12,9 mio. danske minkskind og 9,5 mio. udenlandske skind pr. år i fremskrivningsperioden, dvs. et samlet gennemsnit på 22,5 mio. minkskind pr. år, inkl. salg af varelager.[1] Virksomhed 1 markedsandel forventes gennemsnitligt at udgøre 52 % af den samlede udenlandske skindmængde, inkl. varelageret.

Virksomhed 1 markedsandel af de samlede danske og udenlandske skindmængder i fremskrivningsperioden, forventes herefter gennemsnitligt at udgøre 72 %, inkl. varelager.

7.4. Fremskrivning af priser på skind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030

Til brug for værdiansættelsen af Virksomhed 1 , er det nødvendigt at fremskrive priserne på minkskind solgt af Virksomhed 1 . Fremskrivningen tager udgangspunkt i forventningerne til markedet i perioden 2021-2030.

7.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af skindpriser i perioden 2021-2030

Erstatnings- og taksationskommissionen har fremskrevet de forventede priser på danske og udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 .

Fremskrivning af forventede priser på danske minkskind solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at den gennemsnitlige pris for danske minkskind i perioden 2021-2030 ville have været 247 kr. i 2020-priser.

Flertallet har med henvisning til de tre markedsanalyser, lagt til grund, at prisen på minkskind er styret af forholdet mellem udbud og efterspørgsel.

Flertallet har indledningsvist vurderet, at 2020 var et atypisk år påvirket af COVID-19, herunder nedlukning af fysiske butikker, begrænsede muligheder for afholdelse af fysiske virksomhedstyper mv. Kommissionen har på den baggrund anset det for rimeligt at antage, at prisen lå på et ekstraordinært lavt niveau i 2020, hvor prisen på danske minkskind i gennemsnit var 150 kr., og at prisen således ville være steget væsentligt fra 2020.

Flertallet har vurderet, at skindprisen for danske minkskind pr. år for perioden 2021-2030 skal fastsættes skønsmæssigt i overensstemmelse med skindpriserne anført i KPMG's markedsanalyse.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har med henvisning til KPMG's markedsanalyse vurderet, at den lettere stigende efterspørgsel sammenholdt med det kunstigt høje udbud og det ekstraordinære lave prisniveau i 2020 ville resultere i en lettere stigning i skindprisen for danske minkskind sammenlignet med skindprisen i 2020. Frigivelsen af varelageret ville alt andet lige have en negativ indvirkning på prisen, og frigivelsen heraf sidestilles med øget udbud.

Flertallet har således vurderet, at den gennemsnitlige danske skindpris i perioden 2021-2024 med henvisning til KPMG's markedsanalyse skønsmæssigt ville være 215 kr. i 2020-priser. Udbuddet i perioden 2025-2030 ville være blevet normaliseret, så den producerede skindmængde ville have svaret til udbuddet. Skindprisen ville, som følge af et normaliseret udbud og en lettere

[1] 12,933 mio. danske skind + 9,547 mio. udenlandske skind = 22,480 mio. skind ≈ 22,5 mio. skind.

stigende efterspørgsel stige i perioden 2025-2030 sammenlignet med skindprisen i perioden 2021-2024.

Flertallet har vurderet, at gennemsnitsprisen for danske minkskind i perioden 2025-2030, med henvisning til KPMG's markedsanalyse, skønsmæssigt ville være 269 kr. i 2020-priser. Flertallet har hertil har lagt vægt på, at gennemsnitsprisen på baggrund af SEGES' vurdering af omkostninger ved minkproduktion, ville være lønsom for de mest effektive avlere. Dette sammenholdt med, at der efter kommissionens opfattelse ville ske en løbende effektivisering i branchen.

Fremskrivning af forventede priser på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har, særligt med henvisning til KPMG's markedsanalyse, vurderet det rimeligt at antage, at skindprisen på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 i gennemsnit forventes at være ca. 17 % lavere end skindprisen på danske minkskind.

Flertallet har videre med henvisning til Virksomhed 1 markedsanalyse og EY's værdiansættelse lagt vægt på, at skindprisen på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 historisk i gennemsnit har været ca. 21 % lavere end skindprisen på danske minkskind.

Flertallet har endvidere vurderet, at priserne på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 i gennemsnit forventes at være 205 kr. i 2020-priser i fremskrivningsperioden.

Vedrørende muligheden for at anvende den i nedlukningsbekendtgørelsen fastsatte skindpris for minkvirksomheder

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der ikke er hjemmel til at tage udgangspunkt i den skemalagte model med en skindpris på 332,75 kr., som fremgår af nedlukningsbekendtgørelsens § 4, stk. 3 (nugældende § 5, stk. 3). Denne bestemmelse finder ikke anvendelse for Virksomhed 1 , som er et følgeerhverv til minkvirksomhed, jf. nedlukningsbekendtgørelsens § 2, nr. 2, litra a.

Kommissionen har desuden henvist til, at det i den politiske aftale af 25. januar 2021 er angivet, at erstatningsmodellerne for minkvirksomheder med egenproduktion af mink i 2020 og følgeerhverv er forskellige.

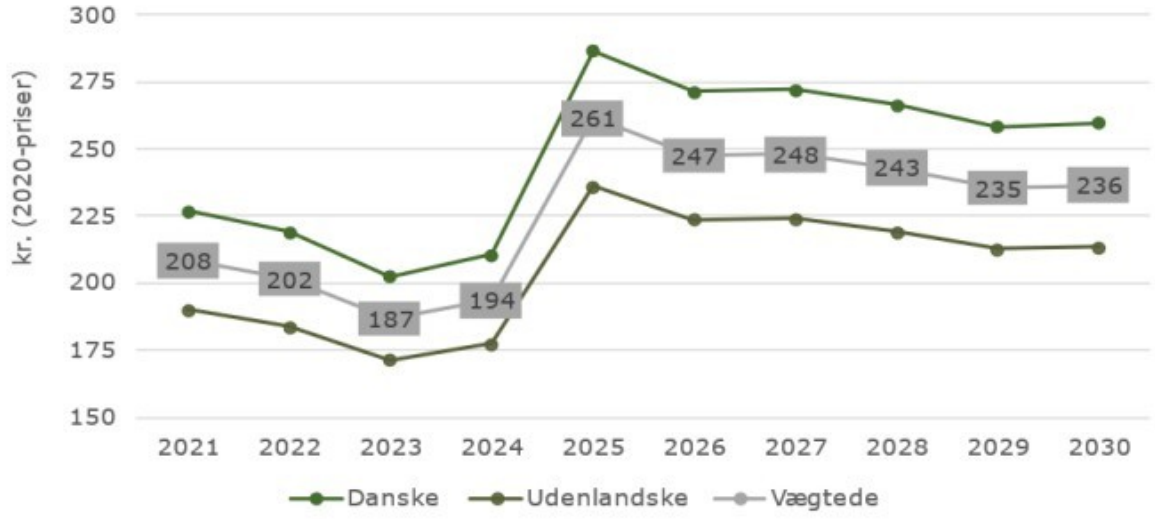
Kommissionen har videre anført, at EU-Kommissionens afgørelse af 7. april 2021 ikke kan lægges til grund for fastsættelse af skindprisen i Virksomhed 1 sag, da EU Kommissionens afgørelse vedrører erstatningen til de minkvirksomheder, der havde egenproduktion af mink i 2020.

Erstatnings- og taksationskommissionen har endelig bemærket, at den forskellige behandling af minkvirksomheder med egenproduktion af mink i 2020 og følgeerhverv følger af regelgrundlaget, og derfor ikke er udtryk for usaglig forskelsbehandling.

Erstatnings- og taksationskommissionens samlede fremskrivning af forventede priser på skind solgt af Virksomhed 1

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at prisen på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 forventes at være 247 kr. i gennemsnit pr. år i 2020-priser. Prisen på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 forventes at være 205 kr. i gennemsnit pr. år i 2020-priser.

Flertallet har skønsmæssigt fremskrevet skindprisen på minkskind solgt af Virksomhed 1 for hvert enkelt år for perioden 2021-2030 i 2020-priser:



Kilde: Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024

Figur 8

7.4.2. Fremskrivning af skindpriser i Virksomhed 1 markedsanalyse

Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse estimeret gennemsnitsprisen på danske minkskind til 342 kr. i 2020-priser. Virksomhed 1 har anvendt en inflation på 2 % pr. år i fremskrivningsperioden. Heraf følger en gennemsnitspris på danske minkskind på 379 kr. i nominelle priser. Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse beskrevet, at fremskrivningen af skindprisen afspejler en normal branchecyklus, og at der anvendes de prisdynamikker, som historisk set har formet branchen. Fremskrivningen af skindpriser er baseret på en antagelse om et gennemsnitligt årligt fald i skindpriserne på 6 % sammenlignet med forrige cyklus samtidig med, at variation i priserne er mindre sammenlignet med den forrige cyklus. Det følger af markedsanalysen, at udgangspunktet for fremskrivning af skindpriserne er danske priser, da den danske minkproduktion er verdensledende og dermed drivende for de producerede skindmængder og -priser. Det er forudsat i den fremskrevne cyklus, at prislederskabet konsolideres. Fremskrivningen af de udenlandske skindpriser omsat på virksomhedstype er således en funktion af de danske priser, og jf. tendensen fra den forrige cyklus reduceret i forhold til de fremskrevne danske skindpriser. Til sammen giver de prisen på alle skind på virksomhedstype markedet.

7.4.3. Fremskrivning af skindpriser EY-Parthenons markedsanalyse og EY's værdiansættelse

EY-Parthenon har i deres markedsanalyse alene fremskrevet markedet for minkskind, herunder den danske skindpris, for perioden 2021-2025. EY-Parthenon har fremskrevet den mulige udvikling i den faktiske pris på danske minkskind til en gennemsnitspris på 234 kr. i nominelle priser i perioden 2021-2025, ved en basispris på 229 kr. plus en årlig inflation på 0,7 %. Det følger heraf, at gennemsnitsprisen på danske minkskind i EY's værdiansættelse er 237 kr. i nominelle priser for perioden 2021-2030. EY har i deres værdiansættelse fremskrevet prisen på de danske og udenlandske minkskind ud fra den antagelse, at den forventede gennemsnitlige pris for skind solgt af Virksomhed 1 i 2025 på ca. 212 kr. i nominelle priser i efterfølgende år vil stige med en inflation på 0,7 % pr. år, hvilket resulterer i en forventet gennemsnitlig pris for skind solgt af Virksomhed 1 i 2030 på ca. 220 kr. i nominelle priser.

7.4.4. Fremskrivning af skindpriser i KPMG's markedsanalyse

KPMG har i deres markedsanalyse estimeret gennemsnitsprisen på danske minkskind til 247 kr. i faste 2020-priser og 268 kr. i nominelle priser i perioden 2021-2030. KPMG har i deres markedsanalyse estimeret de udenlandske priser på baggrund af de danske. Historisk har KPMG konstateret en klar sammenhæng mellem danske og udenlandske priser på minkskind. KPMG har vurderet det sandsynligt, at den historiske sammenhæng mellem det danske og udenlandske marked ville fortsætte og, at Danmark fortsat ville have leveret en højere kvalitet med højere priser til følge. KPMG har estimeret de samlede udenlandske priser til i gennemsnit at ligge på omtrent 222 kr. pr. minkskind i nominelle priser i perioden 2021-2030, hvilket er ca. 17 % under de danske priser.

7.4.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende fremskrivning af skindpriser i perioden 2021-2030*

Virksomhed 1 har i deres markedsanalyse anført, at der for danske minkskind var forventet en gennemsnitspris på 342 kr. i 2020-priser i fremskrivningsperioden, og gennemsnitsprisen for danske og udenlandske skind solgt på Virksomhed 1 virksomhedstyper var forventet til 317 kr. i 2020-priser i fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 har anmodet professor Peter Bogetoft om at genskabe KPMG's model og fremskrive skindpriser og -mængder for danske minkskind for perioden 2021-2030. Ved at anvende perioden fra 1947-2019 og udelukke COVID-19 året 2020 som bærende fundament for fremskrivningen stiger priserne på danske minkskind fra 247 kr. til 296 kr. i 2020-priser, hvilket udgør en stigning på 49 kr.

Virksomhed 1 har, som det fremgår af afsnit 7.3.5., korrigeret for fejlen i KPMG's opgørelse og indregning af varelageret. Samlet set betyder korrektionen, at gennemsnitsprisen for danske skind skal reguleres fra 247 kr. til 255 kr. i 2020-priser, hvilket udgør en stigning på 8 kr.

Virksomhed 1 har endvidere korrigeret for inflationsfejlen i EY-Parthenons markedsanalyse, hvor gennemsnitsprisen på danske minkskind i EY-Parthenons fremskrivning skal justeres fra 229 kr. til 267 kr. i 2020-priser.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at gennemsnitsprisen for danske minkskind i de tre markedsanalyser i 2020-priser herefter kan opgøres som følger:

- EY: 267 kr. (korrigeret for inflationsfejlen)
- KPMG: 296 kr. (korrigeret for 2020)
- Virksomhed 1 : 342 kr.

Virksomhed 1 har på partsmøderne den 16. – 18. december 2024 gjort gældende, at korrektionen i forhold til KPMG's markedsanalyse samlet set udgør 57 kr., når der både tages højde for korrektionen for 2020 og for opgørelse af varelageret. Dette beløb skal tillægges de af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte 247 kr., hvilket giver en gennemsnitspris på danske minkskind på 304 kr. i 2020-priser i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 har anført, at såfremt Overerstatnings- og taksationskommissionen måtte komme frem til, at det ikke er forsvarligt eller for usikkert at basere værdiansættelsen af Virksomhed 1 s virksomhed på hypotetiske konsulentrapporter, hvor der er påvist og dokumenteret en række faktuelle fejl og misforståelser, må alternativet være at falde tilbage på de fak-

tiske kendte forhold. Dette svarer til den tilgang den daværende regering anvendte som grundlag for den skematiske model, der kan anvendes af minkavlerne i medfør af reglerne i nedlukningsbekendtgørelsen, hvor skindprisen er fastsat til 332,75 kr. pr. minkskind i 2020-priser.

Denne skindpris er fremkommet ved at tage gennemsnitsprisen på danske minkskind i perioden 2010-2019 fratrukket skindpriserne i de to år, hvor den var henholdsvis højest og lavest. Virksomhed 1 har videre anført, at det er vigtigt at erindre, at det er det samme minkskind, der prissættes, uagtet om det befinder sig på farmen hos avleren, eller om avleren har sendt skindet til Virksomhed 1 for, at det kan blive solgt på virksomhedstype .

7.4.6. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende fremskrivning af skindpriser i perioden 2021-2030

Fødevarestyrelsen har bl.a. anført, at vurderingen af fremtidige skindpriser og -mængder pr. 4. november 2020 i vidt omfang er baseret på skønsmæssige vurderinger, herunder en samlet vurdering af rimeligheden af de metodiske grundlag og de bagvedliggende forudsætninger og antagelser bag fremskrivningen.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at priserne på minkskind i 2020 afspejler markedsligevægten mellem udbud og efterspørgsel. Udbuddet, såvel som efterspørgslen, kan være påvirket af COVID-19, men prisen kan også være påvirket af mere generelle udbuds- og efterspørgselsdynamikker, herunder udviklingen af markedet for minkskind i nedadgående retning i årene op til værdiansættelsestidspunktet. Se Fødevarestyrelsens bemærkninger i afsnit 7.2.6.

Fødevarestyrelsen har anført, at selvom Overerstatnings- og taksationskommissionen måtte være enig i Virksomhed 1 indsigelse omkring KPMG's opgørelse og indregning af varelager i 2021-2024, fører dette ikke i sig selv til, at gennemsnitsprisen på danske minkskind skal opjusteres i fremskrivningsperioden fra 247 kr. til 255 kr., da vurderingen af bl.a. skindpriser og -mængder beror på skønsmæssige vurderinger, hvor alle markedsanalyser skal inddrages sammen med de øvrige foreliggende oplysninger i sagen.

7.4.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af skindpriser i perioden 2021-2030

Særligt vedrørende forventede priser på danske minkskind solgt af Virksomhed 1

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer ud fra et samlet skøn, at prisen på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 forventes at udgøre i gennemsnit 260 kr. pr. skind i 2020-priser i perioden 2021-2030.

Kommissionen har taget udgangspunkt i KPMG's markedsanalyse, hvor den gennemsnitlige danske skindpris udgør 247 kr. pr. skind i 2020-priser. Kommissionen har endvidere taget udgangspunkt i EY-Parthenons markedsanalyse med korrektion af den manglende inflationsregulering af priserne på minkskind i perioden 1992-2008, hvorefter gennemsnitsprisen på danske minkskind opjusteres til 267 kr. pr. skind i 2020-priser.

Kommissionen lægger til grund, i overensstemmelse med Erstatnings- og taksationskommissionen, at 2020 var et atypisk år påvirket af COVID-19.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer dog, at det ikke alene var på grund af COVID-19, at priserne på minkskind i 2020 var lave, men at det også skyldtes branchens gene-

relle efterspørgsels- og udbudssituation. Kommissionen har lagt vægt på, at skindpriserne i årene op til 2020 var faldende, og kommissionen vurderer, at der ikke var tegn på, at skindpriserne ville stige allerede i 2020.

Kommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at den lettere stigende efterspørgsel sammenholdt med det kunstigt høje udbud, som følge af Virksomhed 1 opbyggede varelager, og det lave prisniveau i 2020 ville resultere i en lettere stigning i skindprisen for danske minkskind. Frigivelsen af varelageret, der må sidestilles med et øget udbud, må forventes at have en negativ indvirkning på prisen.

Kommissionen vurderer på den baggrund, at prisen på danske minkskind i perioden 2021-2024 forventes at ville være højere end priserne i perioden 2018-2020, selvom prisen ville have været påvirket negativt af frigivelsen af Virksomhed 1 varelager. Den gennemsnitlige danske skindpris i perioden 2021-2024 forventes at ville være 239 kr. i 2020-priser. I perioden 2025-2030 forventes der at ville være sket en yderligere stigning i den danske skindpris som følge af et normaliseret udbud, hvorefter den gennemsnitlige danske skindpris i denne periode forventes at ville udgøre 274 kr. i 2020-priser.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivning af priser på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 i perioden 2021-2030.

Særligt vedrørende forventede priser på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder i overensstemmelse med Erstatnings- og taksationskommissionen, at prisen for udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 må forventes at være 17 % lavere end prisen på danske minkskind. Gennemsnitsprisen på udenlandske skind udgør herefter 216 kr. pr. skind i 2020-priser i perioden 2021-2030.

Kommissionen vurderer, at prisforskellen på de 17 % kan fastholdes, uanset at kommissionen hæver gennemsnitsprisen på danske minkskind til 260 kr. i 2020-priser.

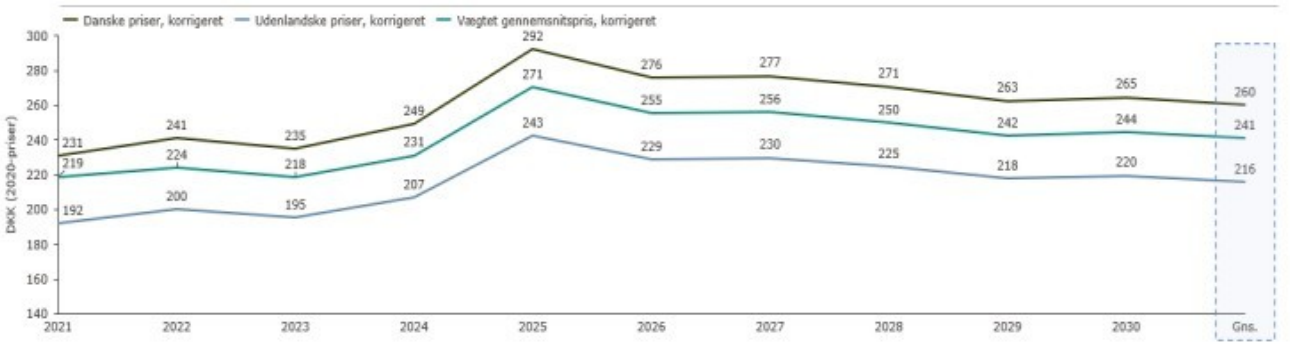
Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende prisforskellen på 17 %. Da Overerstatnings- og taksationskommissionen har ændret prisen på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 , ændres dermed også den af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte pris på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 .

Særligt vedrørende muligheden for at anvende den i nedlukningsbekendtgørelsen fastsatte skindpris for minkvirksomheder

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enige med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at der ikke er hjemmel til at anvende skindprisen på 332,75 kr., som er fastsat i nedlukningsbekendtgørelsens § 5, stk. 3, ved fastsættelse af skindpriser på minkskind solgt af Virksomhed 1 , da bestemmelsen alene vedrører minkvirksomheder med egenproduktion af mink i 2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionens samlede fremskrivning af priser på minkskind solgt af Virksomhed 1 *i perioden 2021-2030*

På baggrund af ovenstående vurderinger fastsætter Overerstatnings- og taksationskommissionen den forventede pris på danske og udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 som anført i figuren:



Figur 9

Prisen på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 forventes således gennemsnitligt at udgøre 260 kr. pr. skind i 2020-priser. Prisen på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 er i gennemsnit 17 % lavere, og udgør dermed i gennemsnit 216 kr. pr. skind i 2020-priser.
Overerstatnings- og taksationskommissionen har i afsnit 8.2.6. vurderet, at der skal anvendes en inflationsforventning på 1,2 % pr. år i fremskrivningsperioden. Gennemsnitsprisen på danske minkskind solgt af Virksomhed 1 fastsættes herefter til 278 kr. i nominelle priser, og gennemsnitsprisen på udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 fastsættes til 231 kr. i nominelle priser.

8. Værdiansættelse efter de kapitalværdibaserede modeller

DCF-modellen (*Discounted Cash Flow*) og EVA-modellen (*Economic Value Added*) er kapitalværdibaserede modeller, som tager udgangspunkt i virksomhedens forventede fremtidige indtjening og kapitalomkostninger.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at den estimerede EV (*Enterprise Value*) for Virksomhed 1 efter de kapitalværdibaserede modeller udgør 1.555,3 mio. kr. Erstatnings- og taksationskommissionen har beregnet Virksomhed 1 EV ved brug af DCF-modellen, og har bemærket, at værdien forventes at være den samme ved anvendelse af EVA-modellen.

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse opgjort virksomhedens EV til 3.711 mio. kr. ved brug af DCF-modellen. EY har opgjort Virksomhed 1 EV til 1.145,2 mio. kr. ved brug af DCF-modellen og EVA-modellen.

De kapitalværdibaserede modeller tager udgangspunkt i virksomhedens resultatopgørelse og balance og kræver, at der foretages en fremskrivning heraf. Resultatopgørelsen afspejler virksomhedens driftsmæssige indtjening, mens balancen afspejler, hvor meget kapital der er investeret i virksomheden og bundet i den daglige drift.

Fremskrivningerne er baseret på forventningerne til minkbranchen i perioden 2021-2030, herunder skindpriser og -mængder, som er behandlet i afsnit 7.
DCF- og EVA-modellen anvender ligeledes en WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), som er det vægtede gennemsnitlige afkastkrav fra både egenkapitalinvestorer og långivere.

I DCF-modellen beregnes først virksomhedens FCFF (*Free Cash Flow to Firm*), som er virksomhedens frie pengestrømme. FCFF tilbagediskonteres med virksomhedens WACC, hvorefter terminalværdien beregnes og tilbagediskonteres med virksomhedens WACC. Terminalværdien repræsenterer virksomhedens værdi efter fremskrivningsperioden. Endeligt beregnes værdien af virksomheden ved at summere nutidsværdien af pengestrømmene i både fremskrivningsperioden og terminalperioden.

I EVA-modellen beregnes først virksomhedens NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), som udtrykker det driftsmæssige overskud efter skat. Dernæst fastlægges den investerede kapital, udledt af balancen, og virksomhedens kapitalkrav beregnes ved at gange den fastsatte WACC med den investerede kapital.

Fastsættelsen af værdien af Virksomhed 1 efter de kapitalværdibaserede modeller er behandlet i følgende underafsnit:

- Fremskrivningsperiode (afsnit 8.1.)
- Inflation (afsnit 8.2.)
- Resultatopgørelse og balance (afsnit 8.3.)
- Afkastkrav (WACC) (afsnit 8.4.)
- Terminalværdi (afsnit 8.5.)
- Merværdi for ejendommen i By 1 ved *sale-and-leaseback* model (afsnit 8.6.)
- Samlet vurdering af værdien af Virksomhed 1 (afsnit 8.7.)

8.1. Fremskrivningsperiode

Ved værdiansættelse af en virksomhed efter de kapitalværdibaserede modeller skal der fastsættes en fremskrivningsperiode, hvor pengestrømmene kan estimeres med tilstrækkelig sikkerhed.

8.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af fremskrivningsperioden

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved værdiansættelsen af Virksomhed 1 anvendt en 10-årig fremskrivningsperiode fra 2021 til 2030.

Kommissionen har lagt vægt på, at en 10-årig fremskrivningsperiode er almindelig praksis, og at der i Virksomhed 1 værdiansættelse ligeledes er anvendt en fremskrivningsperiode på ti år, idet der herved tages højde for cykliciteten i branchen. Kommissionen har videre lagt vægt på, at der i EY's værdiansættelse er anvendt en 10-årig fremskrivningsperiode.

8.1.2. Fremskrivningsperiode i EY's værdiansættelse og Virksomhed 1 værdiansættelse

Der er anvendt en 10-årig fremskrivningsperiode i både EY's og Virksomhed 1 værdiansættelse. Det fremgår af Virksomhed 1 værdiansættelse, at en 10-årig fremskrivningsperiode tager højde for cykliciteten i branchen.

8.1.3. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af fremskrivningsperioden

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af fremskrivningsperioden til 2021-2030.

8.2. Inflation

Inflationsforventningen anvendes ved fremskrivningen af pengestrømmene i nominelle priser. Indtægter og omkostninger angivet i 2020-priser inflationsreguleres således med den forventede inflation.

8.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af inflation i perioden 2021-2030

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der skal anvendes en inflationsforventning på 1,2 % pr. år i fremskrivningsperioden.

Vedrørende inflationsforventningen har kommissionen særligt lagt vægt på, at det Økonomiske Råd i oktober 2020 har anført, at rådet forventede en gennemsnitlig stigning i forbrugerpriserne frem mod udgangen af 2025 på 1,2 % pr. år. Kommissionen har vurderet, at dette skønsmæssigt også vil være retvisende for perioden 2021-2030 samt på lang sigt, mens det ikke vil være retvisende at anvende en inflationsforventning på baggrund af Finansministeriets økonomiske målsætninger på 2 %, da dette ikke nødvendigvis er retvisende for markedets reelle forventninger til inflationen. Endeligt har kommissionen lagt vægt på, at både Virksomhed 1 (Deloitte) og EY i beregningen af diskonteringsfaktoren har anvendt en risikofri rente på -0,5 % baseret på observationer i markedet. Kommissionen har anført, at forventningerne til langsigtet vækst og den risikofrie rente bør vurderes i sammenhæng, hvorfor det er kommissionens vurdering, at det er mest retvisende at anvende en hverken konservativ eller optimistisk inflationsforventning sammen med den observerede risikofrie rente i markedet på tidspunktet for værdiansættelsen.

8.2.2. Inflationsforventning i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse anvendt en inflationsforventning på 2,0 % pr. år, under henvisning til, at dette er i overensstemmelse med Finansministeriets økonomiske målsætning.

8.2.3. Inflationsforventning i EY's værdiansættelse

EY har anvendt en inflationsforventning på 0,7 % pr. år. Inflationsforventningen er baseret på den 10-årige inflationsforventning pr. værdiansættelsesdatoen i obligationsmarkedet, jf. inflationsjusterede obligationer i Tyskland, som, i følge EY, er et udtryk for de faktiske forventninger i markedet pr. værdiansættelsesdatoen.

EY har videre gjort opmærksom på, at det generelt er vigtigt, at der i værdiansættelsen er sikret en konsistens mellem inflationen anvendt i fremskrivningen og den inflation, der er afspejlet i den risikofrie rente ved estimering af diskonteringsrenten.

8.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende inflationsforventning

Fødevarestyrelsen har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat et rimeligt niveau for den forventede inflation i fremskrivningsperioden ud fra den tilgængelige viden den pr. 4. november 2020.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at det under alle omstændigheder er væsentligt, at der er konsistens i de inflationsforudsætninger, der lægges til grund ved fastsættelsen af WACC, terminalvækst og fremtidige pengestrømme.

8.2.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende inflationsforventning*

Virksomhed 1 har anført, at det er faktuelt forkert at fastsætte inflationen til 1,2 % pr. år., da den langsigtede inflation i Danmark ville være omkring 2 % pr. år.

Det fremgår af Virksomhed 1 sammenfattende processkrift af 14. august 2023 til Erstatnings- og taksationskommissionen, at Virksomhed 1 fastholder den anvendte inflation på 2 %. Der er ved fastsættelsen af inflationen taget udgangspunkt i regeringens langsigtede målsætning om en dansk inflation på ca. 2 %, som også er fastlagt i ØMU-samarbejdet, og som Danmark er forpligtet til at efterleve. Virksomhed 1 har bestridt EY's tilgang, hvor der er taget udgangspunkt i tyske obligationer, og mener, at det er de konkrete forventninger til den danske inflation, som er relevant, fordi Virksomhed 1 driver virksomhed i danske kroner i Danmark. Endeligt har Virksomhed 1 henvist til *Economist Intelligence Units forecast* for dansk inflation pr. november 2020, som over kort tid også flugter med ca. 2 % (1,8 %), og henviser til, at denne tilgang er anvendt af KPMG i deres markedsanalyse.

8.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af inflationsforventning for perioden 2021-2030

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af inflationsforventningen til 1,2 %.

8.3. Resultatopgørelse og balance

Fremskrivningen af Virksomhed 1 resultatopgørelse og balance danner grundlag for beregningen af den forventede FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) og EVA (*Economic Value Added*) i perioden 2021-2030.

Resultatopgørelsen og balancen består af Virksomhed 1 forventede:

- nettoomsætning (afsnit 8.3.1.)
- andre driftsindtægter (afsnit 8.3.2.)
- omkostninger (afsnit 8.3.3.)
- driftsrelaterede nettorenteindtægter (afsnit 8.3.4.)
- resultat før skat (*Earnings Before Tax* - EBT) (afsnit 8.3.5.)
- effektive skattesats (afsnit 8.3.6.)
- investerede kapital (afsnit 8.3.7.)

I de følgende underafsnit behandles fremskrivningen af de enkelte poster.

Det bemærkes, at forskellen i anvendt inflationsforventning, som fremgår af afsnit 8.2., har betydning ved fremskrivningen i nominelle priser.

8.3.1. Fremskrivning af nettoomsætning

Virksomhed 1 nettoomsætning består af indtægter fra salgsafgifter og virksomhedstype salærer. Indtægterne fra virksomhedstype salærer beregnes på baggrund af den forventede virksomhedstype omsætning. virksomhedstypesomsætningen består af Virksomhed 1 salg af minkskind på virksomhedstyper.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 nettoomsætning skal fastsættes til 787 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Nettoomsætningen er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 954 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 nettoomsætning estimeret til 677 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Nettoomsætningen er således fremskrevet på baggrund af Virksomhed 1 forventede:

- virksomhedstype omsætning (afsnit 8.3.1.1.)
- virksomhedstype salær (afsnit 8.3.1.2.)
- salgsafgift (afsnit 8.3.1.3.)

I det følgende behandles fremskrivningen af Virksomhed 1 virksomhedstype omsætning, virksomhedstype -salær og salgsafgift, hvorefter Overerstatnings- og taksationskommissionen samlede vurdering af nettoomsætningen fremgår.

8.3.1.1. virksomhedstype somsætning

virksomhedstype somsætningen består af Virksomhed 1 salg af minkskind på virksomhedstyper.

8.3.1.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af virksomhedstype omsætning

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 virksomhedstype omsætning skal fastsættes til 6.829 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Kommissionen har beregnet virksomhedstype omsætningen ved at gange den af kommissionen skønsmæssigt fastsatte mængde minkskind, solgt af Virksomhed 1, med den skønsmæssigt fastsatte pris på minkskind, solgt af Virksomhed 1, for hvert enkelt år i perioden 2021-2030.

8.3.1.1.2. Fremskrivning af virksomhedstype omsætningen i Virksomhed 1 værdiansættelse

virksomhedstype somsætningen er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 10.302 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden, og er beregnet på baggrund af Virksomhed 1 fremskrivning af mængder og priser på minkskind solgt af Virksomhed 1.

8.3.1.1.3. Fremskrivning af virksomhedstype omsætningen i EY's værdiansættelse

virksomhedstype somsætningen er i EY's værdiansættelse estimeret til 5.572 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden, og er beregnet på baggrund af EY's fremskrivning af mængder og priser på minkskind solgt af Virksomhed 1.

8.3.1.1.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af virksomhedstype omsætningen

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 virksomhedstype omsætning til 5.805 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen har i afsnit 7.3.8. og 7.4.7. ændret den forventede mængde og pris på minkskind solgt af Virksomhed 1 i forhold til det af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte. Dette har betydning ved fremskrivningen af virksomhedstype omsætningen, som beregnes på baggrund af den forventede mængde minkskind og pris på minkskind, solgt af Virksomhed 1, i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 virksomhedstype omsætning.

8.3.1.2. virksomhedstype ssalærer

virksomhedstype ssalærer betales af køberne af minkskind til Virksomhed 1 og udgør en procentsats af den opnåede hammerslagspris. virksomhedstype ssalæret udgjorde i perioden 2016-2020 i gennemsnit ca. 6,85 %.

8.3.1.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af indtægter fra virksomhedstype -salærer

Erstatnings- og taksationskommissionen har estimeret Virksomhed 1 indtægter fra virksomhedstype -salærer til 546 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Kommissionen har beregnet Virksomhed 1 gennemsnitlige årlige indtægt fra virksomhedstype salærer på baggrund af en forudsætning om, at Virksomhed 1 ville have opkrævet et virksomhedstype salær på 8,0 % af virksomhedstype omsætningen, og at Virksomhed 1 ville have haft en virksomhedstype omsætning på 6.829 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at det kan forventes, at virksomhedstype salæret ville stige til konstant at være 8,0 % af virksomhedstype omsætningen i perioden 2021-2030. Kommissionen har vurderet det sandsynligt, at Virksomhed 1 umiddelbart efter den 4. november 2020 ville have hævet virksomhedstype salæret til 8,0 %. Kommissionen har lagt vægt på, at Virksomhed 6 , som Virksomhed 1 eneste konkurrent på markedet, allerede i perioden 2013-2019 havde hævet deres virksomhedstype salær løbende til i 2019 at være 8,8 % af virksomhedstype omsætningen. Kommissionen har videre vurderet det sandsynligt, at Virksomhed 1 , på baggrund af de forventede skindpriser, ville tage skridt til at sikre Virksomhed 1 indtjening, herunder et øget virksomhedstype salær, og at dette ville være muligt som følge af deres markedsposition den 4. november 2020.

8.3.1.2.2. Fremskrivning af indtægter fra virksomhedstype salærer i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse fremskrevet indtægterne fra virksomhedstype salærer som en andel af virksomhedstype omsætningen. Det er i værdiansættelsen forudsat, at virksomhedstype salæret ville udgøre 6,85 % af virksomhedstype omsætningen for hvert år i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 har efterfølgende oplyst til Minksekretariatet, 1. instans, at det efter den 4. november 2020 blev besluttet, at virksomhedstype salæret skulle hæves til ca. 8,0 %, men at der ikke er taget højde herfor i Virksomhed 1 værdiansættelse, da ændringerne skete efter den 4. november 2020.

8.3.1.2.3. Fremskrivning af indtægter fra virksomhedstype salærer i EY's værdiansættelse

EY har ligeledes fremskrevet indtægterne fra virksomhedstype salærer som en andel af virksomhedstype omsætningen. EY har ved fremskrivningen anvendt en forudsætning om, at Virksomhed 1 ville hæve virksomhedstype salæret, da Virksomhed 1 har oplyst, at det efter den 4. november 2020 blev besluttet, at virksomhedstype salæret skulle hæves til ca. 8,0 %.

EY har antaget, at Virksomhed 1 løbende kunne hæve virksomhedstype salæret, da Virksomhed 1 var det mest attraktive virksomhedstype , og kundernes forhandlingskraft var lav. Stigningen i virksomhedstype salæret er baseret på en *benchmark*-analyse af Virksomhed 6 , som fremgår af Virksomhed 1

Virksomhed 1 værdiansættelse. Virksomhed 6 er Virksomhed 1 eneste konkurrent. Virksomhed 6 har i perioden 2016-2019 øget virksomhedstype salæret fra 6,8 % til 8,8 %.

EY har herefter antaget, at Virksomhed 1 virksomhedstype salær løbende ville være øget til 8,8 % af virksomhedstype omsætningen i perioden 2021-2025, således at virksomhedstype salæret i 2021-2022 ville udgøre 6,85 %, hvorefter det øgedes til 7,51 % i 2023, til 8,16 % i 2024 og endeligt til 8,82 % i 2025-2030.

8.3.1.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende virksomhedstype salærer

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke er grundlag for at fastsætte værdien af Virksomhed 1 med udgangspunkt i, at der ville ske en forøgelse af virksomhedstype salæret fra det historiske niveau på 6,8 %.

Fødevarestyrelsen har hertil anført, at en sådan forøgelse af virksomhedstype salæret ikke var sket på værdiansættelsesdagen, og at Virksomhed 1 egen værdiansættelse oprindeligt ikke indeholdt en forventning herom.

Endeligt har Fødevarestyrelsen gjort gældende, at hvis Overerstatnings- og taksationskommissionen lægger til grund, at Virksomhed 1 ville have hævet virksomhedstype salæret i 2021-2030, skal niveauet fastsættes svarende til det niveau Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat på 8,0 % og ikke 8,8 % som i EY's værdiansættelse.

8.3.1.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende virksomhedstype salærer

Virksomhed 1 har i høringssvar af 23. maj 2023 til Erstatnings- og taksationskommissionen anført, at hvis man måtte komme til det resultat, at de af EY beregnede priser og mængder skal anvendes i værdiansættelsen af Virksomhed 1 , ville det samtidig betyde, at Virksomhed 1 skulle foretage en gennemgribende tilpasning af sin virksomhed, og at der således skulle foretages en lang række justeringer i Virksomhed 1 værdiansættelse. Virksomhed 1 ville for at sikre indtjeningen bl.a. have øget virksomhedstype afgiften med 10 %. Virksomhed 1 har anført, at man gennem tilpasninger af indtægter og omkostninger ville opnå resultater på niveau med den gennemsnitlige indtjening, som Virksomhed 1 har haft de sidste 25 år, med den betydning dette ville have for værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har, under partsmøderne den 16. – 18. december 2024, gentaget, at udgangspunktet for Virksomhed 1 værdiansættelse var, at der blev set ind i et positivt marked. virksomhedstype ssalæret på 6,85 % var fastsat på baggrund af en positiv fremtid. Hvis der var tale om lave skindpriser, måtte det forventes, at virksomhedstype salæret blev reguleret til 8,8 % ligesom Virksomhed 6 '.

8.3.1.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af virksomhedstype salær

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at Virksomhed 1 indtægter fra virksomhedstype salær skal fastsættes til 430 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at fremskrivningen af Virksomhed 1 indtægter fra virksomhedstype salær skal foretages på baggrund af en forudsætning om, at Virksomhed 1 ville hæve virksomhedstype salæret på et tidspunkt

i fremskrivningsperioden. Kommissionen er dog ikke enig i, at det kan lægges til grund, at forhøjelsen ville ske allerede fra 2021.

Virksomhed 1 havde den 4. november 2020 ikke truffet beslutning om, at virksomhedstype salæret skulle hæves fra de 6,85 %, som det gennemsnitligt udgjorde i perioden 2016-2020. Dette på trods af, at Virksomhed 1 havde svigtende indtjening i årene op mod nedlukningen, og konkurrenten Virksomhed 6 løbende havde hævet sit virksomhedstype salær.

Det er dog kommissionens vurdering, at en kyndig køber af Virksomhed 1 ville overveje en hævelse af virksomhedstype salæret ved estimeringen af virksomhedens fremtidige indtægter i forbindelse med værdiansættelsen af virksomheden.

Kommissionen vurderer, at en kyndig køber ville have taget udgangspunkt i det historiske niveau for Virksomhed 1 virksomhedstype salær for så vidt angår de første år efter den 4. november 2020, hvor markedet fortsat ville være presset bl.a. grundet COVID-19. Kommissionen vurderer endvidere, at en køber, for årene derefter, ville have indregnet en forsigtig og trinvis stigning i virksomhedstype salæret, og at stigningen i virksomhedstype salæret af hensyn til konkurrencemæssige forhold, herunder muligheden for at vinde markedsandele, ikke ville nå op på højde med konkurrenten Virksomhed 6 ' virksomhedstype salær på 8,8 %.

Kommissionen bemærker, at det ved fremskrivningen af andre driftsindtægter, i afsnit 8.3.2.2., er lagt til grund, at Virksomhed 1 i oktober 2020 havde besluttet en stigning i HED-fees. Der er således indregnet en stigning i omkostningerne for køberne af minkskind fra 2021, hvilket efter kommissionens vurdering yderligere begrunder en forsigtig tilgang ved forhøjelsen af virksomhedstype salæret.

Kommissionen vurderer, at en kyndig køber ville indregne en trinvis stigning af virksomhedstype salæret på op til 8 % fra året 2024 og fremefter, idet COVID-19's negative indvirkning på markedet først på dette tidspunkt kunne forventes at være aftaget, og lageret af minkskind ved at være nedbragt, i en sådan grad at virksomhedstype salæret kunne hæves. Kommissionen finder således, at der først i forbindelse med stabiliseringen af markedet ville være et tilstrækkeligt råderum i markedet til den trinvise hævelse af virksomhedstype salæret.

Kommissionen vurderer herefter, at det ved fremskrivningen af indtægterne fra virksomhedstype salær skal lægges til grund, at virksomhedstype salæret fortsat ville udgøre 6,85 % af virksomhedstype omsætningen i årene 2021, 2022 og 2023, hvorefter det ville stige med 0,19 procentpoint hvert år fra og med 2024 og til og med 2029, og herefter ville udgøre 8 % af virksomhedstype omsætningen.

Som anført i afsnit 8.3.1.1.4. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret Virksomhed 1 forventede virksomhedstype omsætning, hvilket ligeledes har betydning ved beregningen af de forventede årlige indtægter fra virksomhedstype salær, hvor indtægterne fra virksomhedstype salærer beregnes som en andel af virksomhedstype omsætningen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herved Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende virksomhedstype salæret og fremskrivningen af indtægter herfra.

8.3.1.3. Salgsafgifter

Salgsafgifter betales af minkavlerne til Virksomhed 1 pr. solgt skind.

8.3.1.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af indtægter fra salgsafgifter

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 indtægter fra salgsafgifter skal fastsættes til 241 mio. kr. i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden (nominelle priser).

Erstatnings- og taksationskommissionen har beregnet indtægterne fra salgsafgifter på baggrund af en salgsafgift på 8,5 kr. pr. minkskind i nominelle priser. Kommissionen har lagt vægt på, at Virksomhed 1 i deres værdiansættelse har anvendt en salgsafgift på 8,5 kr. pr. minkskind. Kommissionen har videre lagt vægt på, at Virksomhed 1 har oplyst, at salgsafgiften forventes at være konstant i perioden 2021-2030, da den historisk har været uændret grundet kontinuerlige effektivitetsforbedringer.

Kommissionen har herefter beregnet den gennemsnitlige årlige indtægt fra salgsafgifter ved at gange salgsafgiften med den af Erstatnings- og taksationskommissionen forventede mængde minkskind solgt af Virksomhed 1 pr. år i fremskrivningsperioden.

8.3.1.3.2. Fremskrivning af indtægter fra salgsafgifter i Virksomhed 1 værdiansættelse

Indtægterne fra salgsafgifter er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 248 mio. kr. pr. år i fremskrivningsperioden (nominelle priser).

Indtægterne er fremskrevet på baggrund af de af Virksomhed 1 forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 og en salgsafgift på 8,5 kr. pr. minkskind. Det fremgår af værdiansættelsen, at salgsafgiften forventes at være konstant i perioden 2021-2030, da den historisk har været uændret grundet kontinuerlige effektivitetsforbedringer.

8.3.1.3.3. Fremskrivning af indtægter fra salgsafgifter i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er indtægterne fra salgsafgifter estimeret til 221 mio. kr. pr. år i fremskrivningsperioden (nominelle priser).

Fremskrivningen af indtægterne er foretaget på baggrund af de af EY forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 og en salgsafgift på 8,5 kr.

8.3.1.3.4. Parternes bemærkninger vedrørende salgsafgifter

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fastsættelsen af salgsafgiften på 8,5 kr. pr. minkskind.

8.3.1.3.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af indtægter fra salgsafgifter

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 indtægter fra salgsafgifter til 191,1 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af salgsafgiften til 8,5 kr. pr. minkskind i nominelle priser.

Som anført i afsnit 7.3.8. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 , hvilket har betydning ved beregningen af indtægterne fra salgsafgifter, hvor salgsafgiften på 8,5 kr. pr. minkskind ganges med den gennemsnitlige mængde solgte skind af Virksomhed 1 pr. år i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herved Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 indtægter fra salgsafgifter i perioden 2021-2030.

8.3.1.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af nettoomsætningen

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 nettoomsætning til 621 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030 og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat.

Nettoomsætningen er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.1.1.-8.3.1.3., hvor indtægter fra virksomhedstype salærer og salgsafgifter er fastsat.

8.3.2. Fremskrivning af andre driftsindtægter

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 forventede andre driftsindtægter skal fastsættes til i gennemsnit 133 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Andre driftsindtægter er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 118 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er andre driftsindtægter estimeret til 125 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 andre driftsindtægter er fordelt på:

- faste andre driftsindtægter (afsnit 8.3.2.1.)
- HED-fees (afsnit 8.3.2.2.)
- kontingenter (afsnit 8.3.2.3.)

I de følgende underafsnit behandles fremskrivningen af de enkelte poster.

8.3.2.1. Faste andre driftsindtægter

Faste andre driftsindtægter består af indtægter fra fryseordning, salg af egne minkskind og rådgivning, samt lejeindtægter.

8.3.2.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af faste andre driftsindtægter

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 indtægter fra faste andre driftsindtægter skal fastsættes til 64 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden (60 mio. kr. i 2020-priser).

Kommissionen har korrigeret for indtægter fra Virksomhed 4 på 2,4 mio. kr. pr. år (2020-priser), idet selskabet ikke er en del af værdiansættelsesobjektet. Kom-

missionen har videre tillagt manglende indtægter fra fryseordningen på 31,1 mio. kr. pr. år (2020-priser), som ved en fejl var blevet ekskluderet i Virksomhed 1 opgørelse heraf.

8.3.2.1.2. Fremskrivning af faste andre driftsindtægter i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse estimeret de faste andre driftsindtægter til 35 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden (31,3 mio. kr. i 2020-priser). Indtægten er beregnet på baggrund af et gennemsnit for perioden 2016-2019.

8.3.2.1.3. Fremskrivning af faste andre driftsindtægter i EY's værdiansættelse

EY har estimeret de faste andre driftsindtægter til 62 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden (60 mio. kr. i 2020-priser).

EY har anvendt de af Virksomhed 1 fremsendte data, men foretaget en korrektion af de historiske faste andre driftsindtægter, der ligger til grund for fremskrivningen, da Virksomhed 1 har oplyst, at der ved en fejl er blevet inkluderet 2,4 mio. kr. pr. år (2020-priser) i indtægter relateret til Virksomhed 4 , og at der er blevet ekskluderet 31,1 mio. kr. pr. år (2020-priser) i indtægter relateret til fryseordningen.

8.3.2.1.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af faste andre driftsindtægter

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at Virksomhed 1 faste andre driftsindtægter skal fastsættes til 64 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden (60 mio. kr. i 2020-priser).

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af faste andre driftsindtægter.

8.3.2.2. HED-fees

HED-fee er et miljøgebyr pr. skind, som betales af køberne til Virksomhed 1 .

8.3.2.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af indtægter fra HED-fees

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 indtægter fra HED-fees skal fastsættes til 46 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser).

Indtægterne er fremskrevet på baggrund af en HED-fees på 1,5 kr. pr. solgt skind (2020-priser) og den af Erstatnings- og taksationskommissionen forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 pr. år.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at det er rimeligt at øge HED-fees til 1,5 kr. pr. skind som følge af, at Virksomhed 1 umiddelbart inden den 4. november 2020 havde besluttet at hæve HED-fee pr. skind, og at Virksomhed 1 naturligt over tid må forventes at øge deres indtægter som led i en fornuftig forretningsstrategi, herunder forrentning af driftsanlæg.

8.3.2.2.2. Fremskrivning af indtægter fra HED-fees i Virksomhed 1 værdiansættelse

I Virksomhed 1 værdiansættelse er indtægterne fra HED-fees estimeret til 50 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen af indtægterne fra HED-fees er foretaget på baggrund af en HED-fee på 1,5 kr. pr. skind (2020-priser) og de af Virksomhed 1 forventede solgte skindmængder.

Virksomhed 1 har angivet, at HED-fees blev ændret fra 0,5 kr. pr. skind til 1,5 kr. pr. skind i oktober 2020, hvorfor dette er lagt til grund ved fremskrivningen i Virksomhed 1 værdiansættelse.

Virksomhed 1 har videre oplyst, at HED-fees blev hævet i oktober 2020 for at forrente investeringer i deres driftsanlæg.

8.3.2.2.3. Fremskrivning af indtægter fra HED-fees i EY's værdiansættelse

Indtægterne fra HED-fees er i EY's værdiansættelse estimeret til 41 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af de af EY forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 og en HED-fee på 1,5 kr. pr. skind (2020-priser).

8.3.2.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende HED-fees

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at en stigning i HED-fees fra 0,5 kr. til 1,5 kr. (2020-priser) kan lægges til grund i værdiansættelsen i det omfang en sådan stigning inden værdiansættelsesdatoen er tilstrækkeligt dokumenteret eller sandsynliggjort, herunder for så vidt angår tidspunktet for, hvornår denne stigning skulle træde i kraft. Styrelsen har imidlertid ikke kunne se, at der er dokumentation for denne stigning, som så vidt ses, kun beror på en oplysning fra Virksomhed 1 .

8.3.2.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende HED-fees

Virksomhed 1 har under partsmøderne den 16. – 18. december 2024 gentaget, at der i oktober 2020 var truffet beslutning om at hæve HED-fees og henviste i øvrigt til Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse.

8.3.2.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af indtægter fra HED-fees

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 indtægter fra HED-fees til 37 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af niveauet på HED-fees til 1,5 kr. pr. solgt skind (2020-priser).

Virksomhed 1 forventede gennemsnitlige årlige indtægter fra HED-fees er beregnet på baggrund af den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden.

Som anført i afsnit 7.3.8. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede gennemsnitlige skindmængde solgt af Virksomhed 1 , hvilket har betydning for de gennemsnitlige årlige indtægter fra HED-fees.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende Virksomhed 1 forventede indtægter fra HED-fees.

8.3.2.3. Kontingenter

Minkavlerne, som er medlem af Virksomhed 1 , betaler årligt et kontingent til Virksomhed 1 . Kontingentet består af et fast medlemskontingent og et avlstævekontingent, som betales pr. avlstæve, som det enkelte medlem har det pågældende år.

8.3.2.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af indtægter fra kontingenter

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 indtægter fra kontingenter skal fastsættes til 23 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved beregningen af indtægterne fra kontingenter, lagt følgende forudsætninger til grund; en produktion på 5,1 skind pr. avlstæve, 2.500 avlstæver pr. medlem, et fast kontingent pr. avlstæve på 7,6 kr. (2020-priser) og et fast medlemskontingent pr. medlem på 1.450 kr. (2020-priser).

De forventede fremtidige årlige indtægter fra medlemskontingenter og avlstævekontingenter er beregnet på baggrund af Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af producerede danske minkskind i perioden 2021-2030.

8.3.2.3.2. Fremskrivning af indtægter fra kontingenter i Virksomhed 1 værdiansættelse

Indtægterne fra kontingenter er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til i gennemsnit 33 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Det fremgår ikke af Virksomhed 1 værdiansættelse, hvilke kontingenter Virksomhed 1 estimerer, men det fremgår af dataarket Copy of V1 Data_300522 sendt til EY til brug for EY's værdiansættelse.

Det fremgår heraf, at Virksomhed 1 har anvendt en antagelse om en produktion på 5,1 skind pr. avlstæve og 2.500 avlstæver pr. medlem.

Det fremgår af de underliggende data til værdiansættelsen, at det ved fremskrivningen er lagt til grund, at antallet af avlstæver ville være steget fra ca. 2,6 mio. i 2021 til ca. 3,8 mio. i 2030 på baggrund af den af Virksomhed 1 forventede stigning i produktionen af danske minkskind. Det er videre lagt til grund, at antallet af medlemmer ville være steget med ca. 50% til omkring 1.500 medlemmer i 2030.

Virksomhed 1 har estimeret de samlede indtægter fra kontingenter ved at summere; et fast kontingent pr. avlstæve på 7,6 kr. (2020-priser) ganget med antallet af forventede avlstæver, og et fast kontingent pr. medlem på 1.450 kr. (2020-priser) ganget med det forventede antal medlemmer.

8.3.2.3.3. Fremskrivning af indtægter fra kontingenter EY's værdiansættelse

Indtægterne fra kontingenter er i EY's værdiansættelse estimeret til 22 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

EY har i deres værdiansættelse anvendt antagelserne fra Virksomhed 1 værdiansættelse om en produktion på 5,1 skind pr. avlstæve, 2.500 avlstæver pr. medlem, et fast kontingent pr. avlstæve på 7,6 kr. (2020-priser) og et fast kontingent pr. medlem på 1.450 kr. (2020-priser).

EY har beregnet indtægterne fra kontingenter på baggrund af den i EY-Parthenons markedsanalyse forventede produktion af minkskind, hvilket resulterer i en antagelse om, at antallet af medlemmer konstant udgør ca. 1.000 medlemmer og antallet af avlstæver udgør 2,6 mio. avlstæver pr. år. i fremskrivningsperioden.

8.3.2.3.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende kontingenter

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ved Erstatnings- og taksationskommissionens beregning af den gennemsnitlige indtægt fra kontingenter ikke er taget højde for, at kommissionen ved fremskrivningen af markedet har antaget, at der ville ske en effektivisering og konsolidering af branchen, som bl.a. ville have medført, at en række danske minkavlere ville have stoppet produktionen. Fødevarestyrelsen har anført, at denne forudsætning ikke ses afspejlet i beregningen af indtægter fra medlemskontingenter, som så vidt ses, forudsætter, at antallet af avlere på 1.000 er konstant i fremskrivningsperioden.

8.3.2.3.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende kontingenter

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fremskrivningen af indtægter fra kontingenter.

8.3.2.3.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af indtægter fra kontingenter

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at Virksomhed 1 indtægter fra kontingenter fastsættes til i gennemsnit 22,9 mio. kr. pr. år i fremskrivningsperioden (nominelle priser).

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at kontingentet skal beregnes på baggrund af en forudsætning om, at medlemskontingentet udgør 1.450 kr. pr. medlem og avlstævekontingentet udgør 7,6 kr. pr. avlstæve (2020-priser). Overerstatnings- og taksationskommissionen er videre enig i, at de årlige indtægter fra medlemskontingenter og avlstævekontingenter skal beregnes på baggrund af det forventede antal producerede danske minkskind.

Kommissionen bemærker, at forskellen i forhold til det af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte beløb skyldes afrunding.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse.

8.3.2.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af andre driftsindtægter

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 samlede andre driftsindtægter i perioden 2021-2030 til 124 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat.

Indtægterne er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.2.1.-8.3.2.3., hvor faste andre driftsindtægter, indtægter fra HED-fees og indtægter fra kontingenter er fastsat.

8.3.3. Fremskrivning af omkostninger

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 forventede samlede omkostninger for perioden 2021-2030 skal fastsættes til i gennemsnit 750 mio. kr. pr. år (nominelle priser).

Virksomhed 1 omkostninger er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til i 840 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 omkostninger estimeret til 677 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 omkostninger er fordelt på:

- faste personaleomkostninger (afsnit 8.3.3.1.)
- variable personaleomkostninger (afsnit 8.3.3.2.)
- faste andre driftsomkostninger (afsnit 8.3.3.3.)
- variable andre driftsomkostninger (afsnit 8.3.3.4.)

I de følgende underafsnit behandles fremskrivningen af de enkelte poster.

8.3.3.1. Faste personaleomkostninger

Virksomhed 1 faste personaleomkostninger består af udgifter til back-office-funktioner som administration, marketing og salg m.m.

8.3.3.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af faste personaleomkostninger

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 faste personaleomkostninger skal fastsættes til i gennemsnit 105 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at de faste personaleomkostningerne skal beregnes på baggrund af gennemsnittet af Virksomhed 1 reelle omkostninger i perioden 2016-2020, som var på 98 mio. kr. (2020-priser). Kommissionen har vurderet, at en kyndig køber ikke kan forventes at se bort fra 2018, hvor omkostningerne var højere sammenlignet med andre år. Kommissionen har i den forbindelse videre vurderet, at det må forventes, at der vil kunne ske udsving i omkostningerne i en virksomhed. Omkostningerne er derfor beregnet ud fra de historiske realomkostninger i perioden 2016-2020.

8.3.3.1.2. Fremskrivning af faste personaleomkostninger i Virksomhed 1 værdiansættelse

De faste personaleomkostninger er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 110 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er baseret på gennemsnittet af realomkostningerne fra 2016-2019 svarende til en fast årlig omkostning på 98,8 mio. kr. (2020-priser). De historiske faste personaleomkostninger er estimeret ved forskellen mellem den totale personaleomkostning og den estimerede variable personaleomkostning for året, da en faktisk opdeling af faste og variable personaleomkostninger ikke findes på detailniveau.

8.3.3.1.3. Fremskrivning af faste personaleomkostninger i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er de faste personaleomkostninger estimeret til 98 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er baseret på gennemsnittet af realomkostningen fra 2016-2017 og 2019-2020, svarende til en fast årlig omkostning på 94,2 mio. kr. (2020-priser).

EY har udeladt 2018 i estimeringen af det forventede fremtidige niveau, da de faste personaleomkostninger og antallet af beskæftigede medarbejdere var signifikant højere i 2018 sammenlignet med andre år, da der ifølge Virksomhed 1 under den daværende ledelse i 2016-2018 blev ansat flere funktionærer. EY har derfor betragtet de faste personaleomkostninger i 2018 som værende på et ikke-normalt-niveau.

EY har inkluderet 2020 i estimeringen, selvom nettoomsætningen var signifikant påvirket af COVID-19, da de faste personaleomkostninger i 2020 var på niveau med de observerede tidligere år, og det i EY-Parthenons markedsanalyse er forventningen, at solgte minkskind i 2021 ville være på niveau med 2019.

8.3.3.1.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende faste personaleomkostninger

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke er grundlag for at ekskludere 2018 i forbindelse med beregningen af de faste personaleomkostninger fremadrettet uden nærmere forklaring eller dokumentation.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at Virksomhed 1 selv har henvist til, at de øgede personaleomkostninger i 2018 skyldes ansættelse af flere funktionærer og Virksomhed 1 har selv forklaret, at Virksomhed 1 beregningsmetode vil give udsving fra år til år.

8.3.3.1.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende faste personaleomkostninger*

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende estimeringen af de fremtidige faste personaleomkostninger

8.3.3.1.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af faste personaleomkostninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 faste personaleomkostninger til 105 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionens i, at fremskrivningen af faste personaleomkostninger skal foretages på baggrund af gennemsnittet af realomkostningen i perioden 2016-2020, idet en kyndig køber ikke kan forventes at se bort fra 2018, selvom omkostningerne her var højere sammenlignet med andre år. Det er herudover kommissionens vurdering, at det er forventeligt, at der kan være udsving i omkostninger fra år til år, herunder i de faste personaleomkostninger, i en virksomhed som Virksomhed 1 .

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende Virksomhed 1 fremskrivningen af faste personaleomkostninger.

8.3.3.2. Variable personaleomkostninger

Virksomhed 1 variable personaleomkostninger er primært relateret til skindsortering.

8.3.3.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af variable personaleomkostninger

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 variable personaleomkostninger skal fastsættes til 227 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at de variable personaleomkostninger skal beregnes på baggrund af en forudsætning om, at omkostningen udgør 8 kr. pr. minkskind (nominelle priser).

Kommissionen har herefter udregnet de årlige variable personaleomkostninger ved at gange omkostningen på 8 kr. med den af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte gennemsnitlige skindmængde solgte af Virksomhed 1 pr. år i fremskrivningsperioden.

8.3.3.2.2. Fremskrivning af variable personaleomkostninger i Virksomhed 1 værdiansættelse

De variable personaleomkostninger er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 233 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Omkostningerne er beregnet ved at gange de af Virksomhed 1 forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 med en konstant nominel omkostning på 8 kr. pr. minkskind.

8.3.3.2.3. Fremskrivning af variable personaleomkostninger i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er de variable personaleomkostninger estimeret til 208 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Omkostningerne er beregnet ved at gange de af EY forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 med en konstant nominel omkostning på 8 kr. pr. minkskind.

8.3.3.2.4. Parternes bemærkninger vedrørende variable personaleomkostninger

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende de variable personaleomkostninger.

8.3.3.2.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af variable personaleomkostninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 variable personaleomkostninger til i gennemsnit 180 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af de variable personaleomkostninger til 8 kr. pr. skind.

Som anført i afsnit 7.3.8. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 , hvilket har betydning ved beregningen af de for-

ventede årlige variable personaleomkostninger, hvor omkostningen på 8 kr. ganges med den gennemsnitlige skindmængde solgt af Virksomhed 1 pr. år i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fastsættelsen af Virksomhed 1 variable personaleomkostninger.

8.3.3.3. Faste andre driftsomkostninger

De faste andre driftsomkostninger er relateret til ejendomme, konsulentydelser, revision, m.m.

8.3.3.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af faste andre driftsomkostninger

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 faste andre driftsomkostninger skal fastsættes til 46 mio. kr. pr år. (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at de faste andre driftsomkostninger skal beregnes på baggrund af et gennemsnit af de korrigerede realomkostninger fra 2016-2020, som var på 43 mio. kr. (2020-priser).

Kommissionen har videre vurderet, at en kyndig køber ikke forventes at se bort fra 2016, hvorfor omkostningerne skal beregnes ud fra de historiske realomkostninger i perioden 2016-2020. Kommissionen har i den forbindelse vurderet, at det må forventes, at der vil kunne ske udsving i omkostningerne i en virksomhed.

Kommissionen har endvidere vurderet, at de faste andre driftsomkostninger relateret til Virksomhed 4 ikke skal indgå.

8.3.3.3.2. Fremskrivning af faste andre driftsomkostninger i Virksomhed 1 værdiansættelse

De faste andre driftsomkostninger er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til i gennemsnit 53 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er baseret på gennemsnittet af realomkostningen fra 2016-2019 (2020-priser) svarende til en fast årlig omkostning på 47,8 mio. kr. (2020-priser).

8.3.3.3.3. Fremskrivning af faste andre driftsomkostninger i EY's værdiansættelse

EY har fremskrevet de faste andre driftsomkostninger til i gennemsnit 39 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er baseret på gennemsnittet af Virksomhed 1 realomkostninger i perioden 2017-2020 svarende til en fast årlig realomkostning på 37,4 mio. kr. (2020-priser).

EY har foretaget en korrektion af de historiske andre driftsomkostninger, idet Virksomhed 1 har oplyst, at der ved en fejl var blevet inkluderet ca. 2 mio. kr. pr. år relateret til Virksomhed 4 .

EY har medtaget 2020 under henvisning til, at omkostningen var på niveau med tidligere år, selvom nettoomsætningen var signifikant påvirket af COVID-19, mens de faste andre driftsom-

kostninger i 2016 betragtes som værende på et ikke-normalt niveau, hvorefter 2016 ikke er medtaget.

8.3.3.3.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende faste andre driftsomkostninger

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke er grundlag for at ekskludere 2016 i forbindelse med beregningen af omkostningsbasen uden nærmere forklaring eller dokumentation.

8.3.3.3.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende faste andre driftsomkostninger

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige mærkninger vedrørende fremskrivningen af faste andre driftsomkostninger.

8.3.3.3.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af faste andre driftsomkostninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 faste andre driftsomkostninger til 46 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af faste andre driftsomkostninger, og at beregningen skal foretages på baggrund af de korrigerede realomkostninger fra 2016-2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende Virksomhed 1 faste andre driftsomkostninger.

8.3.3.4. Variable andre driftsomkostninger

Virksomhed 1 variable andre driftsomkostninger relaterer sig til skindhåndtering, administration, marketing, service, salg mv.

8.3.3.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af variable andre driftsomkostninger

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 variable andre driftsomkostninger skal fastsættes til 372 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet, at de variable andre driftsomkostninger skal fastsættes til 12,3 kr. pr. minkskind (2020-priser).

Fremskrivningen af de årlige gennemsnitlige variable andre driftsomkostninger er foretaget på baggrund af de af Erstatnings- og taksationskommissionen forventede skindmængder solgt af Virksomhed 1 .

Kommissionen har vurderet, at fragtomkostninger ikke skal inkluderes i fremskrivningen, da fragtforretningen var ophørt inden den 4. november 2020.

8.3.3.4.2. Fremskrivning af variable andre driftsomkostninger i Virksomhed 1 værdiansættelse

De variable andre driftsomkostninger er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 443 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er baseret på et gennemsnit af Virksomhed 1 variable driftsomkostninger pr. minkskind i perioden 2016-2019 svarende til en realomkostning på 13,6 kr. pr. minkskind (2020-priser). De variable andre driftsomkostninger er herefter beregnet ved at gange 13,6 kr. med den af Virksomhed 1 forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 .

8.3.3.4.3. Fremskrivning af variable andre driftsomkostninger i EY's værdiansættelse

De variable andre driftsomkostninger er i EY's værdiansættelse estimeret til 332 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

EY har ved fremskrivningen af de variable andre driftsomkostninger anvendt en variabel driftsomkostning på 12,3 kr. pr. minkskind (2020-priser), idet der er korrigeret for, at Virksomhed 1 ved en fejl havde inkluderet fragtomkostninger på 1,3 kr. pr. minkskind i opgørelsen af de historiske variable andre driftsomkostninger. Virksomhed 1 har oplyst, at fragtforretningen stoppede i september 2020, og at der i værdiansættelsen ikke er inkluderet indtægter fra fragtforretningen.

8.3.3.4.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af variable andre driftsomkostninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 variable andre driftsomkostninger til 296 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af de variable andre driftsomkostninger til 12,3 kr. pr. minkskind (2020-priser).

Som anført i afsnit 7.3.8. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden, hvilket har betydning ved beregningen af Virksomhed 1 gennemsnitlige årlige variable andre driftsomkostninger, hvor udgiften pr. skind ganges med den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 pr. år i fremskrivningsperioden.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 variable andre driftsomkostninger i perioden 2021-2030.

8.3.3.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af omkostninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 samlede omkostninger til 626 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030 og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat.

Omkostningerne er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.3.1.-8.3.3.4., hvor faste personaleomkostninger, variable personaleomkostninger, faste andre driftsomkostninger og variable andre driftsomkostninger er fastsat.

8.3.4. Fremskrivning af driftsrelaterede nettorenteindtægter

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 driftsrelaterede renteindtægter skal fastsættes til i gennemsnit 88 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 driftsrelaterede nettorenteindtægter er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 92 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 driftsrelaterede nettorenteindtægter estimeret til 74 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

De driftsrelaterede nettorenteindtægter er beregnet ved at trække renteudgifterne fra renteindtægterne.

Virksomhed 1 renteindtægter genereres af:
- kundetilgodehavender (afsnit 8.3.4.1.)
- avlertilgodehavender (afsnit 8.3.4.2.)

Virksomhed 1 renteomkostninger vedrører:
- driftsrelateret bankgæld (afsnit 8.3.4.3.)
- gæld til avlere (afsnit 8.3.4.4.)

I det følgende behandles fremskrivningen af de enkelte poster.

8.3.4.1. Renteindtægter fra kundetilgodehavender

Virksomhed 1 renteindtægter fra kundetilgodehavender fordeler sig på renteindtægter fra ordinære kundetilgodehavender og ekstraordinære kundetilgodehavender.

8.3.4.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af renteindtægter fra kundetilgodehavender

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 renteindtægter fra kundetilgodehavender skal fastsættes til i gennemsnit 32 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 renteindtægter fra ekstraordinære kundetilgodehavender skal fremskrives på baggrund af en rentesats på 3,5 % og ordinære kundetilgodehavender på baggrund af en rentesats på 10 %.

Kommissionen har lagt vægt på den af Virksomhed 1 fremsendte dokumentation vedrørende rentesatser fra 1997 til 2021, som indikerer en rentesats i overensstemmelse med den af Virksomhed 1 anvendte rentesats på 10,0 % for ordinære kundetilgodehavender. Kommissionen har vurderet, at der ikke er grundlag for at tilsidesætte de af Virksomhed 1 oplyste renteniveauer, idet alternativt skønnede renteniveauer ikke nødvendigvis ville være mere retvisende.

8.3.4.1.2. Fremskrivning af renteindtægter fra kundetilgodehavender i Virksomhed 1 *værdiansættelse*

Renteindtægter fra kundetilgodehavender er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 42 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget ud fra et renteniveau på 3,5 % for ekstraordinære kundetilgodehavender og et renteniveau på 10 % for ordinære kundetilgodehavender.

8.3.4.1.3. Fremskrivning af renteindtægter fra kundetilgodehavender i EY's værdiansættelse

Renteindtægter fra kundetilgodehavender er i EY's værdiansættelse estimeret til 25 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget ud fra et renteniveau for ekstraordinære kundetilgodehavender på 3,5 % og et renteniveau for ordinære kundetilgodehavender på 10 %.

Det fremgår af EY's værdiansættelse, at data fra Virksomhed 1 værdiansættelsesrapport indikerer et historisk gennemsnitligt renteniveau på 1,6 % for perioden 2016-2020 og et renteniveau på 0,1 % i 2020.

Det fremgår videre, at der ved anvendelsen af et renteniveau på 10 % for ordinære kundetilgodehavender og 3,5 % for ekstraordinære kundetilgodehavender er en stor sandsynlighed for, at renteindtægterne overestimeres, da den indirekte historiske renteindtægt for ordinære kundetilgodehavender indikerer et væsentligt lavere renteniveau end der anvendes i Virksomhed 1 værdiansættelsesrapport.

Endelig fremgår det, at den pålydende rente på 10 % kun er lig med en effektiv rente, som skal anvendes til at estimere en renteindtægt, hvis kundetilgodehavendet er konstant i et helt år. Det vil sige, at kundetilgodehavendet ikke bliver tilbagebetalt, før der er gået ét år. EY har dog anvendt samme renteniveau som i Virksomhed 1 værdiansættelse, da der ifølge EY ikke er modtaget tilstrækkelig information til at kunne estimere et alternativt renteniveau.

8.3.4.1.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende renteindtægter fra kundetilgodehavender

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at anvendelsen af et renteniveau på 10 % for ordinære kundetilgodehavender overestimerer Virksomhed 1 renteindtægter.

Styrelsen har hertil anført, at det anvendte renteniveau for ordinære kundetilgodehavender ikke er tilstrækkeligt sandsynliggjort, og at renteniveauerne efter det oplyste i betydelig grad overstiger det historiske effektive renteniveau på 1,6 %. Det anfægtes ikke, at Virksomhed 1 har dokumenteret, at renteniveauet på 10 % svarer til den historisk pålydende rente.

8.3.4.1.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende renteindtægter på kundetilgodehavender*

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fastsættelsen af renteniveauet for kundetilgodehavender.

8.3.4.1.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af renteindtægter fra kundetilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 renteindtægter fra kundetilgodehavender til 7,7 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af renteindtægterne fra ekstraordinære kundetilgodehavender, hvor beregningen er foretaget på baggrund af en rentesats på 3,5 %, idet dette er overensstemmelse med det observerede historiske effektive renteniveau.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er ikke enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at renteindtægterne fra ordinære kundetilgodehavender skal fremskrives på baggrund af en effektiv rente på 10 %.

Kommissionen vurderer, at renteindtægterne fra ordinære kundetilgodehavender skal fremskrives på baggrund af en effektiv rente på 1,6 %, idet dette afspejler det historiske effektive renteniveau, som en kyndig køber må forventes at lægge vægt på ved fremskrivningen af renteindtægterne. De forventede renteindtægter afhænger af, hvornår det skyldige beløb typisk tilbagebetales, og historisk set har kunderne betalt inden for ét år, hvilket har medført en gennemsnitlig effektiv rente på 1,6 %.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 renteindtægter fra kundetilgodehavender.

8.3.4.2. Renteindtægter fra avlertilgodehavender

Virksomhed 1 har oplyst, at renteindtægter fra avlertilgodehavender består af renter fra forskudsbetaling, som Virksomhed 1 udbetaler til avlerne.

8.3.4.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af renteindtægter fra avlertilgodehavender

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 renteindtægter fra avlertilgodehavender skal fastsættes til 71 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet, at renteniveauet for avlertilgodehavender skal fastsættes til 7,0 %, og at det er rimeligt at forvente, at renteniveauet vil være højere end Virksomhed 1 forventede niveau på 5,8 %, da andelen af udenlandske minkskind solgt af Virksomhed 1 vil være højere i 2021-2030 end i perioden 2010-2019.

Erstatnings- og taksationskommissionen har videre vurderet, at det af EY estimerede renteniveau kan anvendes ved de af kommissionen fastsatte forventninger til markedet, da både EY-Parthenon og kommissionen forventer, at Virksomhed 1 vil øge deres markedsandel af udenlandske mink.

8.3.4.2.2. Fremskrivning af renteindtægter fra avlertilgodehavender i Virksomhed 1 værdiansættelse

Renteindtægterne fra avlertilgodehavender er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 67 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i gennemsnit pr. år.

Der er ved fremskrivningen anvendt et renteniveau på 5,8 % på avlertilgodehavender.

Virksomhed 1 har oplyst, at renteniveauet er beregnet ud fra fordelingen af tilgodehavender på danske og udenlandske minkskind. Da det ved Virksomhed 1 værdiansættelse er lagt til grund, at mængden af danske skind ville stige i fremskrivningsperioden, og renten er lavere på danske tilgodehavender, medfører det, at den gennemsnitlige rente bliver lavere end det historiske renteniveau.

Virksomhed 1 har tillige anført, at det anvendte renteniveau er konservativt i forhold til historisk data og renteniveauet pr. værdiansættelsesdatoen.

8.3.4.2.3. Fremskrivning af renteindtægter fra avlertilgodehavender i EY's værdiansættelse

Renteindtægterne fra avlertilgodehavender er i EY's værdiansættelse estimeret til 64 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i gennemsnit pr. år.

Der er ved fremskrivningen anvendt et renteniveau på 7,0 %, som er baseret på en korrektion af det anvendte niveau fra Virksomhed 1 værdiansættelse.

EY har ved fremskrivningen anvendt et renteniveau på 7,0 %, som tager højde for, at renteniveauet i Virksomhed 1 værdiansættelse, ifølge Virksomhed 1 , er konservativt, og at det er forventningen i EY's værdiansættelse, at Virksomhed 1 andel af udenlandske minkskind på virksomhedstype øges i fremskrivningen.

8.3.4.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende fremskrivningen af renteindtægter fra avlertilgodehavender

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke bør anvendes et højere renteniveau for renteindtægter fra avlertilgodehavender som er højere end det niveau, som Virksomhed 1 oprindeligt selv estimerede. Styrelsen henviser desuden til, at renteniveauet på 5,8 % efter det oplyste af Virksomhed 1 er baseret på 2020-niveauet, og at Virksomhed 1 også i sin værdiansættelse anvender en forudsætning om, at Virksomhed 1 andel af udenlandske minkskind, som sælges på virksomhedstype , øges i fremskrivningsperioden. Denne antagelse indgik således også i Virksomhed 1 oprindelige vurdering af renteniveauet på 5,8 % og er derfor efter Fødevarestyrelsens opfattelse ikke et selvstændigt argument for et højere renteniveau end først antaget af Virksomhed 1 .

8.3.4.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende fremskrivningen af renteindtægter fra avlertilgodehavender

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fremskrivningen af renteindtægter fra avlertilgodehavender.

8.3.4.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af renteindtægter fra avlertilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 forventede renteindtægter fra avlertilgodehavender til 68,5 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af renteindtægter fra avlertilgodehavender, hvor beregningen er foretaget på baggrund af en effektiv rentesats på 7 %.

Kommissionen har ved fastsættelsen af renteniveauet på 7 % lagt vægt på, at dette svarer til det gennemsnitlige historiske renteniveau i perioden 2017-2020.

Overerstatnings- og taksationskommissionen har, som det fremgår af afsnit 7.3.8., ændret den forventede skindmængde solgt af Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden, hvilket har betydning ved beregningen af renteindtægter fra avlertilgodehavender.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 renteindtægter fra avlertilgodehavender.

8.3.4.3. Renteomkostninger på driftsrelateret bankgæld

8.3.4.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 forventede renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld skal fastsættes til i gennemsnit 16 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har beregnet renteomkostningerne på baggrund af et renteniveau på 3,3 %. Ved fastsættelsen af renteniveauet har kommissionen lagt vægt på, at det faktiske renteniveau pr. 4. november 2020 var på 3,3 %.

8.3.4.3.2. Fremskrivning af renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld i Virksomhed 1 værdiansættelse

Renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld er i Virksomhed 1 værdiansættelse fastsat til 17 mio. kr. i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af det faktiske renteniveau pr. 4. november 2020 på 3,3 %.

8.3.4.3.3. Fremskrivning af renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld fastsat til 15 mio. kr. i gennemsnit pr. år i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af det af Virksomhed 1 anførte renteniveau på 3,3 %.

8.3.4.3.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af renteomkostninger på driftsrelateret bankgæld

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 forventede renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld til 15,2 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af renteniveauet til 3,3 %.

Den driftsrelaterede bankgæld er beregnet på baggrund af rentebærende tilgodehavender og en gearingsratio. Overerstatnings- og taksationskommissionen har ændret de rentebærende tilgodehavender i afsnit 8.3.4.1.6. og 8.3.4.2.6., hvilket har betydning ved fremskrivningen af Virksomhed 1 renteomkostninger på driftsrelateret bankgæld.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 renteomkostninger til driftsrelateret bankgæld i perioden 2021-2030.

8.3.4.4. Renteomkostninger på gæld til avlere

Renteomkostninger på gæld til avlere er relateret til indestående på deponeringskonti.

8.3.4.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af renteomkostninger på gæld til avlere

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 forventede renteomkostninger på gæld til avlere skal fastsættes til i gennemsnit 0,1 mio. kr. pr. år i perioden 2021-2030.

Kommissionen har beregnet renteomkostningerne på baggrund af en rente på 0,6 %.

8.3.4.4.2. Fremskrivning af renteomkostninger på gæld til avlere i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har ikke inkluderet gæld til avlere i den rentebærende arbejdskapital og har derfor ikke beregnet en renteomkostning på gæld til avlere.

8.3.4.4.3. Fremskrivning af renteomkostninger på gæld til avlere i EY's værdiansættelse

EY har estimeret renteomkostninger på gæld til avlere til gennemsnitligt at udgøre 0,1 mio. kr. pr. år i fremskrivningsperioden.

EY har ved fremskrivningen af renteomkostninger på gæld til avlere anvendt et renteniveau på 0,6 %, da Virksomhed 1 har oplyst, at renten på deponeringskonti fra januar 2017 til d.d. har været 0,6 %. Fra januar 2016 til januar 2017 har renten svinget mellem 0,6 % og 0,8 %.

8.3.4.4.4. Parternes bemærkninger vedrørende renteomkostninger på gæld til avlere

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende renteomkostninger på gæld til avlere.

8.3.4.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af renteomkostninger på gæld til avlere

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 forventede renteomkostninger på gæld til avlere til 0,1 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 renteomkostninger på gæld til avlere.

8.3.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af driftsrelaterede nettorenteindtægter

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 samlede driftsrelaterede nettorenteindtægter til 60,9 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030 og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat.

Omkostningerne er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.4.1-8.3.4.4., hvor Virksomhed 1 renteindtægter og renteomkostninger er fastsat.

8.3.5. Beregning af Earnings Before Tax (EBT)

EBT (*Earnings Before Tax*) udtrykker virksomhedens resultat før skat, men efter finansielle omkostninger, og anvendes til fremskrivningen af Virksomhed 1 fremtidige pengestrømme.

Beregningen af EBT foretages på baggrund af fremskrivningen af nettoomsætning, andre driftsindtægter, omkostninger, driftsrelaterede nettorenteindtægter og af- og nedskrivninger.

8.3.5.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af EBT

Erstatnings- og taksationskommissionen har beregnet Virksomhed 1 fremtidige gennemsnitlige EBT til 217,8 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden, svarende til en gennemsnitlig EBT-margin på 27,4 %.

Beregningen er foretaget på baggrund af kommissionens vurderinger af nettoomsætning, andre driftsindtægter, omkostninger, driftsrelaterede nettorenteindtægter og af- og nedskrivninger.

8.3.5.2. Fremskrivning af EBT i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 fremtidige gennemsnitlige EBT er i Virksomhed 1 værdiansættelse beregnet til 276,9 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden, svarende til en gennemsnitlig EBT-margin på 22,0 %.

8.3.5.3. Fremskrivning af EBT i EY's værdiansættelse

Virksomhed 1 fremtidige gennemsnitlige EBT er i EY's værdiansættelse beregnet til 157,4 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030, svarende til en gennemsnitlig EBT-margin på 22,8 %.

8.3.5.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af EBT

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 EBT til i gennemsnit 139,1 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden, svarende til en gennemsnitlig EBT-margin på 21,7%.

EBT og EBT-margin er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.1.-8.3.4. og 8.3.7.3., hvor nettoomsætning, andre driftsindtægter, omkostninger, driftsrelaterede nettorenteindtægter og af- og nedskrivninger er fastsat.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende den gennemsnitlige EBT og EBT-margin for Virksomhed 1 i fremskrivningsperioden.

8.3.6. Fremskrivning af den effektive skattesats

Den effektive skattesats opgøres som den faktiske samlede skattebetaling divideret med resultat før skat (EBT) i det pågældende år.

Virksomhed 1 resultat før skat (EBT) genereres gennem Virksomhed 1 og Virksomhed 2 , som er beskattet efter forskellige skatteprincipper.

Virksomhed 1 er underlagt en beskatning på 14,3 % af selskabets skattepligtige indkomst efter de særlige regler for andelsselskaber, mens Virksomhed 2 er underlagt selskabsskat på 22 % af selskabets årlige overskud.

I det følgende behandles fremskrivningen af Virksomhed 1 forventede effektive skattesats for perioden 2021-2030.

8.3.6.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af den effektive skattesats

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 forventede effektive skattesats i 2030 til 10,3 %, mens den for perioden 2021-2024 er fastsat til 6,8 % og perioden 2025-2030 til 9,8 %.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der til estimering af skatten for Virksomhed 1 i perioden 2021-2030 skal anvendes de af EY anvendte antagelser. Kommissionen har lagt vægt på, at EY og Virksomhed 1 estimerer skatten ved anvendelse af de samme antagelser, men at EY, baseret på oplysninger fra Virksomhed 1 , har korrigeret for fremførbart underskud relateret til Virksomhed 4 og korrigeret medlemsandelen anvendt i formuebeskatningen.

Kommissionen har ved beregningen af aktieselskabsskat lagt til grund, at Virksomhed 2 havde et fremførbart underskud på 137,3 mio. kr. pr. værdiansættelsesdatoen, og at selskabets andel af EBT udgør 31 %.

Kommissionen har ved beregningen af andelsbeskatningen af Virksomhed 1 lagt til grund, at selskabets formue udgør 98 % af den fremskrevne investerede kapital (primo) i det pågældende år, og at medlemsandelen udgør 92 % af formuen.

Kommissionen har vurderet, at der i perioden 2021-2024 skal anvendes en gennemsnitlig effektiv skattesats på 6,8 %, og at der i perioden 2025-2030 skal anvendes en gennemsnitlig effektiv skattesats på 9,8 %, da det fremførbare underskud i denne periode er udnyttet. Som følge af udviklingen i investeret kapital og andelen af formuen, der er genstand for andelsbeskatning, forventes skattesatsen at stige fra 2025 frem mod 2030.

8.3.6.2. Fremskrivning af den effektive skattesats i Virksomhed 1 *værdiansættelse*

Der er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret en effektiv skattesats på 9,7 % i 2030.

Det er antaget, at 69 % af EBT stammer fra Virksomhed 1 , og de resterende 31 % stammer fra Virksomhed 2 .

Nettoformuen i Virksomhed 1 er opgjort som en fast procentdel af den investerede kapital. Der er anvendt et fremførbart underskud på 149,2 mio. kr. Virksomhed 1 efterfølgende har oplyst til Minksekretariatet, 1. instans, at det korrekte tal dog er 141,5 mio. kr. Det fremførbare underskud er udnyttet over tre år frem til 2023.

8.3.6.3 Fremskrivning af den effektive skattesats i EY's værdiansættelse

Der er i EY's værdiansættelse estimeret en effektiv skattesats på 11 % i 2030.

EBT i Virksomhed 2 er beregnet ud fra en regnskabsmæssig andel af EBT på 31 %, og der er anvendt en antagelse om et fremførbart underskud på 137,3 mio. kr. pr. 4. november 2020. Et fremførbart underskud på 4,2 mio. kr. vedrørende Virksomhed 4 er blevet fratrukket det samlede fremførbare underskud på 141,5 mio. kr.

Det fremgår af EY's værdiansættelse, at det fremførbare underskud i Virksomhed 2 vil være fuldt udnyttet ved udgangen af 2025.

EY har ved beregningen af andelsbeskatningen af Virksomhed 1 lagt til grund, at selskabets formue udgør 98 % af den fremskrevne investerede kapital (primo) i det pågældende år og at medlemsandelen udgør 92 % af formuen.

8.3.6.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af den effektive skattesats

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 forventede gennemsnitlige effektive skattesats til 9,8 % for perioden 2021-2027 og 11,1 % for perioden 2028-2030.

Kommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionens fremgangsmåde ved fremskrivningen af Virksomhed 1 effektive skattesats. Som anført i afsnit 8.3.5.4. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret Virksomhed 1 forventede resultat før skat (EBT) i fremskrivningsperioden. Det fremførbare underskud på 137,3 mio. kr. forventes som følge heraf først fuldt udnyttet i 2026, hvilket har betydning ved beregning af den effektive skattesats.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af den effektive skattesats.

8.3.7. Fremskrivning af investeret kapital

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 investerede kapital skal fastsættes til i gennemsnit 1.370 mio. kr. pr. år i perioden 2021-2030 (nominelle priser).

Virksomhed 1 investerede kapital er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 1.539 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 investerede kapital estimeret til 1.217 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 investerede kapital består af:

1. Nettoanlægsaktiver (afsnit 8.3.7.1.)
   Anlægsinvesteringer (afsnit 8.3.7.2.)
   Af- og nedskrivninger (afsnit 8.3.7.3.)

2. Rentebærende arbejdskapital (afsnit 8.3.7.4.), herunder:
   - Ekstraordinære kundetilgodehavende (afsnit 8.3.7.4.1.)
   - Ordinære kundetilgodehavender (afsnit 8.3.7.4.2.)
   - Avlertilgodehavender (afsnit 8.3.7.4.3.)
   - Driftsrelateret bankgæld (afsnit 8.3.7.4.4.)
   - Gæld til avlere (afsnit 8.3.7.4.5.)

3. Øvrig arbejdskapital (afsnit 8.3.7.5.)

I de følgende underafsnit behandles de enkelte poster.

8.3.7.1. Nettoanlægsaktiver

Nettoanlægsaktiver udgør materielle anlægsaktiver, lejedepositum og andre tilgodehavende minus anden gæld.

8.3.7.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af nettoanlægsaktiver

Erstatnings- og taksationskommissionen har estimeret Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver til at udgøre i gennemsnit 565 mio. kr. pr. år (nominelle-priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet, at grunde og bygninger relateret til Virksomhed 4 skal holdes ude ved opgørelsen af Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver, idet selskabet ikke indgår i værdiansættelsesobjektet. Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver er herefter fastsat til at udgøre 528 mio. kr. pr. værdiansættelsesdatoen.

Kommissionen har videre vurderet, at udviklingen i nettoanlægsaktiver forventes at følge inflationen, som kommissionen har fastsat til 1,2 %. Endeligt har kommissionen vurderet, at lejedepositum, andre tilgodehavender og anden gæld ikke skal inflationsreguleres.

8.3.7.1.2. Fremskrivning af nettoanlægsaktiver i Virksomhed 1 værdiansættelse

Nettoanlægsaktiver er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til at udgøre 594 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Der er ved fremskrivningen taget udgangspunkt i, at Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver udgjorde 576 mio. kr. pr. værdiansættelsesdatoen.

8.3.7.1.3. Fremskrivning af nettoanlægsaktiver i EY's værdiansættelse

EY har estimeret nettoanlægsaktiver til at udgøre 550 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

EY har ved fremskrivningen af nettoanlægsaktiver korrigeret opgørelsen i Virksomhed 1 værdiansættelse således grunde og bygninger relateret til Virksomhed 4 ikke er inddraget. Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver udgjorde herefter 528 mio. kr. pr. værdiansættelsesdatoen.

EY har desuden taget udgangspunkt i, at udviklingen i nettoanlægsaktiver eksklusive lejedepositum og andre tilgodehavender samt gæld forventedes at følge en inflation på 0,7 % pr. år.

8.3.7.1.4. Parternes bemærkninger vedrørende nettoanlægsaktiver

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende nettoanlægsaktiver.

8.3.7.1.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af nettoanlægsaktiver

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 nettoanlægsaktiver til at udgøre i gennemsnit 565 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af nettoanlægsaktiver.

8.3.7.2. Anlægsinvesteringer

8.3.7.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af anlægsinvesteringer

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 anlægsinvesteringer forventes at være 44,1 mio. kr. pr. år (2020-priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har lagt vægt på det i Virksomhed 1 og EY's værdiansættelser anførte om anlægsinvesteringer.

Kommissionen har endeligt vurderet, at der ikke er grundlag for skønsmæssigt at fastsætte anlægsinvesteringer på baggrund af Fødevarestyrelsen bemærkninger om, at styrelsen umiddelbart ville forvente højere anlægsinvesteringer, såfremt det lægges til grund, at der skal reinvesteres på alle aktiver, som er den implicitte forudsætning for Virksomhed 1 opgørelse.

8.3.7.2.2. Fremskrivning af anlægningsinvesteringer i Virksomhed 1 værdiansættelse

I Virksomhed 1 værdiansættelse er anlægsinvesteringer estimeret til 44,1 mio. kr. pr. år (2020-priser) i perioden 2021-2030.

Fremskrivningen er baseret på Virksomhed 1 gennemsnitlige årlige anlægsinvesteringer relateret til vedligeholdelse af materielle anlægsaktiver i perioden 2010-2019.

8.3.7.2.3. Fremskrivning af anlægningsinvesteringer i EY's værdiansættelse
I EY's værdiansættelse er anlægsinvesteringer estimeret til 44,1 mio. kr. pr. år (2020-priser) i perioden 2021-2030.

Fremskrivningen er foretaget i overensstemmelse med estimatet i Virksomhed 1 værdiansættelse.

8.3.7.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende fremskrivning af anlægsinvesteringer
Fødevarestyrelsen har anført, at styrelsen forstår, at Virksomhed 1 i sin værdiansættelse opdeler anlægsaktiver i ordinære anlægsaktiver, som alle investeringerne relaterer sig til, og kapacitetsanlægsaktiver, der ikke forventes at kræve anlægsinvesteringer.

Fødevarestyrelsen bemærker hertil, at der umiddelbart må forventes højere anlægsinvesteringer, såfremt det lægges til grund, at der skal reinvesteres på begge aktivtyper, som det forudsættes i EY's værdiansættelse. EY antager dog samme årlige investering i anlægsaktiver som Virksomhed 1 på 44,1 mio. kr. (2020-priser).

8.3.7.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende fremskrivning af anlægsinvesteringer
Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fremskrivningen af anlægsinvesteringer.
8.3.7.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af anlægsinvesteringer
Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 anlægsinvesteringer til at udgøre 44,1 mio. kr. pr. år (2020-priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af anlægsinvesteringer.

8.3.7.3. Af- og nedskrivninger

8.3.7.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af af- og nedskrivninger
Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 af- og nedskrivninger skal fastsættes til i gennemsnit 40,3 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har lagt vægt på, at de af Virksomhed 1 og EY anvendte principper til udmåling af de forventede af- og nedskrivninger anses for rimelige, og at der bør ske en korrektion for bygninger og grunde relateret til Virksomhed 4 . Herudover har kommissionen vurderet, at der skal anvendes en inflation på 1,2 % til brug for beregningen.

8.3.7.3.2. Fremskrivning af af- og nedskrivninger i Virksomhed 1 værdiansættelse
Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse fremskrevet af- og nedskrivningerne til i gennemsnit 46 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Af- og nedskrivninger er i værdiansættelsen opdelt i af- og nedskrivninger vedrørende ordinære anlægsaktiver, der forventes at stige med inflationen, og som alle anlægsinvesteringer er relateret til, og af- og nedskrivninger vedrørende kapacitetsanlægsaktiver, der ikke forventes at kræve anlægsinvesteringer, og som afskrives over 50 år.

Afskrivningerne er udledt på baggrund af den fremskrevne balance, herunder anlægsinvesteringer (capex) i perioden 2021-2030.

8.3.7.3.3. Fremskrivning af af- og nedskrivninger i EY's værdiansættelse

EY har estimeret Virksomhed 1 af- og nedskrivninger til i gennemsnit 42 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

EY har anvendt en tilgang, hvor materielle anlægsaktiver forventes at stige med inflationen i fremskrivningen, og af- og nedskrivninger er udledt gennem den forventede stigning i materielle anlægsaktiver over året, når der er korrigeret for anlægsinvesteringer på 44,1 mio. kr. (2020-priser).

8.3.7.3.4. Parternes bemærkninger vedrørende af- og nedskrivninger

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende af- og nedskrivninger.

8.3.7.3.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af af- og nedskrivninger

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 af- og nedskrivninger til i gennemsnit 40,3 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af af- og nedskrivninger.

8.3.7.4. Rentebærende arbejdskapital

Den rentebærende arbejdskapital er den del af virksomhedens arbejdskapital, der enten genererer renteindtægter eller medfører renteomkostninger.

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 forventede rentebærende arbejdskapital til i gennemsnit 974 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Virksomhed 1 rentebærende arbejdskapital er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 1.201 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 rentebærende arbejdskapital estimeret til 806 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Virksomhed 1 rentebærende arbejdskapital består af:

- ekstraordinære kundetilgodehavender (afsnit 8.3.7.4.1.)
- ordinære kundetilgodehavender (afsnit 8.3.7.4.2.)
- avlertilgodehavender (afsnit 8.3.7.4.3.)
- driftsrelateret bankgæld (afsnit 8.3.7.4.4.)
- gæld til avlere (afsnit 8.3.7.4.5.)

I det følgende behandles de enkelte poster.

8.3.7.4.1. Ekstraordinære kundetilgodehavender

8.3.7.4.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af ekstraordinære kundetilgodehavender

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 rentebærende arbejdskapital fra ekstraordinære kundetilgodehavender til 57 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet det rimeligt at antage, at de ekstraordinære kundetilgodehavender udfases løbende frem til slutningen af 2024, idet der var tale om en særlig midlertidig udlånsmodel. Gennemsnittet på 57 mio. kr. pr. år i perioden 2021-2030 er beregnet på baggrund af et tilgodehavende på 569 mio. kr. i 2020.

8.3.7.4.1.2. Fremskrivning af ekstraordinære kundetilgodehavender i Virksomhed 1 værdiansættelse

Ekstraordinære kundetilgodehavender er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 57 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030. Det fremgår, at de ekstraordinære kundetilgodehavender var relateret til en særlig udlånsmodel fra perioden 2014-2015, og at det var forventningen, at tilgodehavendet var udfaset i slutningen af 2024.

8.3.7.4.1.3. Fremskrivning af ekstraordinære kundetilgodehavender i EY's værdiansættelse

EY har ligeledes estimeret ekstraordinære kundetilgodehavender til 57 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden og har anvendt samme udfasning som i Virksomhed 1 værdiansættelse.

8.3.7.4.1.4. Parternes bemærkninger vedrørende ekstraordinære kundetilgodehavender

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende ekstraordinære kundetilgodehavender.

8.3.7.4.1.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af ekstraordinære kundetilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 ekstraordinære kundetilgodehavender til 57 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 ekstraordinære kundetilgodehavender.

8.3.7.4.2. Ordinære kundetilgodehavender

8.3.7.4.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af ordinære kundetilgodehavender

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 ordinære kundetilgodehavender til i gennemsnit 284 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har foretaget fremskrivningen ved den af Virksomhed 1 og EY anvendte metode og procentsatser.

8.3.7.4.2.2. Fremskrivning af ordinære kundetilgodehavender i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 ordinære kundetilgodehavender er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 392 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af andelen af ikke-betalte skind i det pågældende år, som herefter er ganget med skindprisen med fratræk af en depositumsandel.

Virksomhed 1 har anvendt en forudsætning om, at der i år, hvor der er fremskrevet en prisstigning på minkskind, er en andel af ikke betalte skind på 4,5 %, og at der i år, hvor der er fremskrevet et prisfald på minkskind, er en andel af ikke betalte skind på 6,6 %. Virksomhed 1 har videre anvendt en forudsætning om, at der betales et depositum på 25 %.

Forudsætningerne er baseret på Virksomhed 1 tal fra perioden 2003-2013. 2014-2019 er ikke inddraget, da andelen af ikke-betalte skind i perioden 2014-2019 ikke er retvisende grundet den særlige udlånsmodel, som Virksomhed 1 tilbød i perioden, og idet prisen faldt betragteligt, hvorfor kunderne var længere om at indløse skindene.

8.3.7.4.2.3. Fremskrivning af ordinære kundetilgodehavender i EY's værdiansættelse

Virksomhed 1 ordinære kundetilgodehavender er i EY's værdiansættelse estimeret til 205 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

EY har anvendt samme antagelser og metode til fremskrivning af ordinære kundetilgodehavender, som Virksomhed 1 . EY har dog anvendt skindmængder og skindpriser på minkskind solgt af Virksomhed 1 i overensstemmelse med EY-Parthenons markedsanalyse.

8.3.7.4.2.4. Parternes bemærkninger vedrørende ordinære kundetilgodehavender

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende ordinære kundetilgodehavender.

8.3.7.4.2.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af ordinære kundetilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 ordinære kundetilgodehavender til i gennemsnit 232,8 mio. kr. (nominelle priser) pr. år i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i den af Erstatnings- og taksationskommissionen anvendte metode og de anvendte procentsatser til fremskrivningen.

Som anført i afsnit 7.3.8. og 7.4.7. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede skindmængde og pris på skind solgt af Virksomhed 1 , hvilket har betydning ved fremskrivningen af ordinære kundetilgodehavender.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultatet vedrørende fremskrivningen af ordinære kundetilgodehavender.

8.3.7.4.3. Avlertilgodehavender

Avlertilgodehavender består af forskudsbetaling, som Virksomhed 1 har udbetalt til avlere for skind.

8.3.7.4.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af avlertilgodehavender

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 avlertilgodehavender skal fastsættes til i gennemsnit 1.025 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet, at den af Virksomhed 1 fremlagte model til fremskrivning af avlertilgodehavender ikke i tilstrækkeligt omfang kan forklare størrelsen på avlertilgodehavender, og derved at der med høj grad af sandsynlighed vil være en række andre faktorer end ændringer i antal solgte skind og skindpriser, der driver størrelsen på avlertilgodehavenderne.

Kommissionen har på den baggrund vurderet det mest rimeligt at anvende den af EY anvendte model til fremskrivning af avlertilgodehavender. Kommissionen har lagt til grund, at avlertilgodehavender frem til 2025 vil reduceres til 15 % af virksomhedstype omsætningen, hvorefter avlertilgodehavender vil være konstante i procent af virksomhedstype omsætningen i perioden 2025-2030.

8.3.7.4.3.2. Fremskrivning af avlertilgodehavender i Virksomhed 1 værdiansættelse

I Virksomhed 1 værdiansættelse er avlertilgodehavender estimeret til 1.192 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af en regressionsanalyse ud fra en antagelse om, at der er sammenhæng mellem udviklingen i avlertilgodehavender og udviklingen i skindmængden og priser på minkskind solgt af Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har oplyst, at det er en retvisende metode, da Virksomhed 1 modellerer fremtiden ud fra de faktiske resultater fra 2010-2019.

8.3.7.4.3.3. Fremskrivning af avlertilgodehavender i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er avlertilgodehavender estimeret til 890 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Avlertilgodehavender er fremskrevet som en andel af virksomhedstype omsætningen. EY har antaget, at en ændring i virksomhedstype omsætningen, og dermed indirekte en ændring i skindpriser og antal solgte skind, har en påvirkning på udviklingen i avlertilgodehavender. Metoden anvendt i EY's værdiansættelse er, ligesom regressionsmodellen i Virksomhed 1 værdiansættelse, baseret på en hypotese om, at der er en sammenhæng mellem udviklingen i avlertilgodehavender og udviklingen i skindpriser og antal solgte skind.

EY har genskabt Virksomhed 1 regressionsmodel og har fundet, at den har en lav forklaringsgrad, og at de to forklarende variable i regressionsmodellen ikke har statistisk signifikant betydning for udviklingen i avlertilgodehavender. EY har på denne baggrund fravalgt at anvende Virksomhed 1 regressionsmodel.

Fremskrivningen af Virksomhed 1 avlertilgodehavender er baseret på den forventede virksomhedstype omsætning relateret til avlertilgodehavender (uden Virksomhed 1 varelager) og avlertilgodehavendernes forventede andel af virksomhedstype omsætningen.

EY har antaget, at avlertilgodehavendernes andel af virksomhedstype omsætningen reduceres frem mod 2025 på baggrund af en forventning om en løbende forbedret indtjening og lavere likviditetsbehov ved avlerne. En reduktion af avlertilgodehavendernes andel af virksomhedstype omsætningen frem mod 2025 tager derfor højde for, at avlernes indtjeningsevne og likviditetsbehov ikke kan forventes at være normaliseret, før der forventes en stabilisering af skindprisen og antal solgte skind.

EY har videre antaget, at avlertilgodehavendernes andel af virksomhedstype omsætningen løbende reduceres fra 52,9 % i 2020 til 15 % i 2025. Avlertilgodehavendernes normaliserede andel af virksomhedstype omsætningen er baseret på niveauet i 2016-2017, hvor skindprisen er på nogenlunde samme niveau som i EY's fremskrivning.

Avlertilgodehavendes andel af virksomhedstype omsætningen antages at være konstant fra 2025. Dette er baseret på, at skindprisen forventes at stige med inflationen fra 2025, mens antallet af solgte minkskind forventes at være konstant.

8.3.7.4.3.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende avlertilgodehavender

Fødevarestyrelsen har anført, at styrelsen er enig i, at Virksomhed 1 regressionsmodel for avlertilgodehavender ikke kan lægges til grund for fremskrivningen, hvis den som påpeget af EY har en forklaringsgrad på 5 %.

8.3.7.4.3.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende avlertilgodehavender

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fremskrivningen af avlertilgodehavender.

8.3.7.4.3.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af avlertilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 avlertilgodehavender til i gennemsnit 969,2 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens valg af model for fremskrivningen af avlertilgodehavender.

Som anført i afsnit 7.3.8. og 7.4.7. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret den forventede skindmængde og pris på skind solgt af Virksomhed 1 , hvilket har betydning ved fremskrivningen af avlertilgodehavender.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af avlertilgodehavender i perioden 2021-2030.

8.3.7.4.4. Driftsrelateret bankgæld

8.3.7.4.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af driftsrelateret bankgæld

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 driftsrelaterede bankgæld skal fastsættes til i gennemsnit 382 mio. kr. pr. år (nominelle priser) for perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet det rimeligt at antage, at et normalt gearingsforhold ligger på 20,9 %, samt at gearingsforholdet gradvist falder til det normaliserede niveau frem mod slutningen af 2023. Kommissionen har lagt vægt på det af Virksomhed 1 anførte om, at et gearingsforhold på 20,9 % er repræsentativt for Virksomhed 1 .

8.3.7.4.4.2. Fremskrivning af driftsrelateret bankgæld i Virksomhed 1 værdiansættelse

Driftsrelateret bankgæld er i Virksomhed 1 værdiansættelse estimeret til 440 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

Fremskrivningen er foretaget med udgangspunkt i et relativt gearingsforhold til de rentebærende tilgodehavender. Der er anvendt et normaliseret gearingsforhold på 20,9 % baseret på gennemsnittet fra 2010-2019.

8.3.7.4.4.3. Fremskrivning af driftsrelateret bankgæld i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er driftsrelateret bankgæld estimeret til 336 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

EY har ligeledes foretaget fremskrivningen udgangspunkt i et relativt gearingsforhold til de rentebærende tilgodehavender.

EY har, på baggrund af oplysninger fra Virksomhed 1 , ligeledes anvendt et normaliseret gearingsforhold på 20,9 %. Virksomhed 1 har oplyst, at de vurderer, at et gearingsforhold på 20,9 % er repræsentativt for fremtiden, på trods af at dette gearingsforhold har været højere i årene op til værdiansættelsesdatoen, hvor gennemsnittet for perioden 2016-2019 var 34,0 %. Gearingsforholdet var i 2020 72,2 %, hvilket er signifikant højere end forholdet i andre år. EY har derfor antaget, at gearingsforholdet gradvist falder til det normaliserede niveau frem mod slutningen af 2023.

8.3.7.4.4.4. Parternes bemærkninger vedrørende driftsrelateret bankgæld

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende driftsrelateret bankgæld.

8.3.7.4.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af driftsrelateret bankgæld

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 driftsrelaterede bankgæld til 359,2 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i gennemsnit for perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i det af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte gearingsforhold på 20,9 %.

Som anført i afsnit 8.3.7.4.1.5., 8.3.7.4.2.5. og 8.3.7.4.3.6. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret de rentebærende tilgodehavender, hvilket har betydning ved fremskriv-

ningen af driftsrelaterede bankgæld, som foretages med udgangspunkt i et relativt gearingsforhold til de rentebærende tilgodehavender.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer dermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af driftsrelaterede bankgæld.

8.3.7.4.5. Gæld til avlere

Gæld til avlere består af indestående på deponeringskonti.

8.3.7.4.5.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af gæld til avlere

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 gæld til avlere forventes at være 10 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i gennemsnit for perioden 2021-2030.

Kommissionen har vurderet, at gæld til avlere skal inkluderes som rentebærende arbejdskapital, som udfases frem mod 2023.

8.3.7.4.5.2. Fremskrivning af gæld til avlere i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har ikke inkluderet gæld til avlere i fremskrivningen af den rentebærende arbejdskapital, men har efterfølgende oplyst, at der godt kunne argumenteres for, at gæld til avlere er en del af den rentebærende arbejdskapital.

8.3.7.4.5.3. Fremskrivning af gæld til avlere i EY's værdiansættelse

I EY's værdiansættelse er Virksomhed 1 gæld til avlere fastsat til 10 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden. EY har inkluderet gæld til avlere i den rentebærende arbejdskapital.

På baggrund af oplysninger fra Virksomhed 1 om, at gæld til avlere ville blive udfaset, har EY antaget, at gæld til avlere i fremskrivningen lineært ville reduceres fra 103 mio. kr. i 2020 til 0 kr. i slutningen af 2023.

8.3.7.4.5.4. Parternes bemærkninger vedrørende gæld til avlere

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende gæld til avlere.

8.3.7.4.5.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af gæld til avlere

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 gæld til avlere til i gennemsnit 10 mio. kr. pr. år (nominelle priser) for perioden 2021-2030.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 gæld til avlere.

8.3.7.4.6. Overerstatnings- og taksationskommissionen vurdering af rentebærende arbejdskapital

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 samlede rentebærende arbejdskapital til 889,3 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030 og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionens resultat.

Den rentebærende arbejdskapital er beregnet på baggrund af afsnit 8.3.7.4.1.-8.3.7.4.5, hvor ekstraordinære kundetilgodehavender, ordinære kundetilgodehavender, avlertilgodehavender, driftsrelateret bankgæld og gæld til avlere er fastsat.

8.3.7.5. Øvrig arbejdskapital

Virksomhed 1 øvrige arbejdskapital består af varelager, andre omsætningsaktiver, leverandørforpligtelser og anden gæld.

8.3.7.5.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af øvrig arbejdskapital

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 øvrige arbejdskapital skal fastsættes til i gennemsnit -170 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

I den øvrige arbejdskapital indgår 29 mio. kr. relateret til varelager, 45 mio. kr. relateret til andre omsætningsaktiver, 182 mio. kr. relateret til leverandørforpligtelser og 62 mio. kr. relateret til anden gæld (nominelle priser).

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at en øvrig arbejdskapital på -2,5 % af virksomhedstype omsætningen fra 2021 må anses for retvisende. Kommissionen har også vurderet, at den øvrige arbejdskapital skal tilbage på et normaliseret niveau i 2021.

8.3.7.5.2. Fremskrivning af øvrig arbejdskapital i Virksomhed 1 værdiansættelse

Den øvrige arbejdskapital er i Virksomhed 1 værdiansættelse fastsat til -257 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I den øvrige arbejdskapital indgår 44 mio. kr. relateret til varelager, 67 mio. kr. relateret til andre omsætningsaktiver, 274 mio. kr. relateret til leverandørforpligtelser og 93 mio. kr. relateret til anden gæld (nominelle priser).

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af en forudsætning om, at den øvrige arbejdskapital udgør -2,5 % af virksomhedstype omsætningen, hvilket er baseret på median arbejdskapitalprocenterne for de enkelte øvrige arbejdskapitalposter i perioden 2010-2019.

8.3.7.5.3. Fremskrivning af øvrig arbejdskapital i EY's værdiansættelse

Den øvrige arbejdskapital er i EY's værdiansættelse fastsat til -139 mio. kr. i gennemsnit pr. år (nominelle priser) i fremskrivningsperioden.

I den øvrige arbejdskapital indgår 24 mio. kr. relateret til varelager, 36 mio. kr. relateret til andre omsætningsaktiver, 148 mio. kr. relateret til leverandørforpligtelser og 51 mio. kr. relateret til anden gæld.

Fremskrivningen er foretaget på baggrund af en forudsætning om, at den øvrige arbejdskapital udgør -2,5 % af virksomhedstype omsætningen.

Det fremgår af EY's værdiansættelse, at det generelt ikke anbefales, at arbejdskapitalposter estimeres mekanisk over en given tidsperiode, da man i sådanne tilfælde ikke tager højde for strukturelle ændringer i arbejdskapitalen. EY har dog fundet det retvisende at anvende en me-

dian for perioden 2010-2019, da Virksomhed 1 har oplyst, at der ikke har været strukturelle ændringer i øvrige arbejdskapitalposter de seneste 10 år.

8.3.7.5.4. Parternes bemærkninger vedrørende øvrig arbejdskapital

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende øvrig arbejdskapital.

8.3.7.5.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af øvrig arbejdskapital

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter Virksomhed 1 øvrige arbejdskapital til i gennemsnit -144,6 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

I den øvrige arbejdskapital indgår 24,6 mio. kr. relateret til varelager, 38,0 mio. kr. relateret til andre omsætningsaktiver, 154,6 mio. kr. relateret til leverandørforpligtelser og 52,7 mio. kr. relateret til anden gæld.

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens fremskrivning af øvrig arbejdskapital på baggrund af en forudsætning om, at den udgør -2,5 % af virksomhedstype omsætningen.

Som anført i afsnit 8.3.1.1.4. har Overerstatnings- og taksationskommissionen ændret Virksomhed 1 forventede virksomhedstype omsætning, hvilket har betydning ved beregningen af den forventede øvrige arbejdskapital, som beregnes som en procentdel af virksomhedstype omsætningen. Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fremskrivningen af Virksomhed 1 øvrige arbejdskapital.

8.3.7.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af investeret kapital

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer på baggrund af afsnit 8.3.7.1.-8.3.7.5. Erstatnings- og taksationskommissionens resultat, således Virksomhed 1 investerede kapital fastsættes til i gennemsnit 1.310,1 mio. kr. pr. år (nominelle priser) i perioden 2021-2030.

8.4. Opgørelse af afkastkravet (WACC)

Virksomhedens afkastkrav anvendes som den diskonteringsrente, der bruges til at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. Pengestrømmene tilbagediskonteres ved anvendelse af midtårsdiskontering, da pengestrømmene typisk falder jævnt i løbet af året.

WACC står for *Weighted Average Cost of Capital* (vægtede, gennemsnitlige kapitalomkostninger), og ved beregningen heraf er de centrale faktorer virksomhedens egenkapitalomkostning, fremmedkapitalomkostning og kapitalstruktur.

WACC afspejler den samlede risiko, som både egenkapitalinvestorer og långivere forventer at blive kompenseret for.

En lavere WACC er ensbetydende med en højere EV (*Enterprise Value*).

Virksomhed 1 har overordnet anført, at det af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte afkastkrav (WACC) er for højt og opgjort forkert. Virksomhed 1 har opdelt klagen vedrørende afkastkravet og opgørelsen heraf i klagetema 3-7.

Afsnittet vedrørende fastsættelsen af Virksomhed 1 afkastkrav er opdelt i følgende underemner:

- Afkastkrav (WACC) for aktører i minkbranchen, klagetema 3 (afsnit 8.4.1.)
- Opgørelse af egenkapitalomkostningen (afsnit 8.4.2.)
  - Betaværdi, klagetema 4 (afsnit 8.4.2.1.)
  - Den risikofrie rente (afsnit 8.4.2.2.)
  - Markedsrisikopræmie, klagetema 5 (afsnit 8.4.2.3.)
  - Størrelsespræmie, klagetema 6 (afsnit 8.4.2.4.)
- Opgørelse af fremmedkapitalomkostningen (afsnit 8.4.3.)
  - Kreditrisikopræmie (afsnit 8.4.3.1.)
  - Skattesats (afsnit 8.4.3.2.)
- Aktivers betydning for afkastkrav, klagetema 7 (afsnit 8.4.4.)
- Samlet opgørelse af Virksomhed 1 afkastkrav (afsnit 8.4.5.)

8.4.1. Afkastkrav for aktører i minkbranchen

8.4.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens opgørelse af Virksomhed 1 afkastkrav

Erstatnings- og taksationskommissionen har, i overensstemmelse med EY's værdiansættelse, fastsat et afkastkrav på 11,5 % for Virksomhed 1 . Kommissionen har opgjort afkastkravet på baggrund af en vurdering af betaværdi, den risikofrie rente, markedsrisikopræmie og størrelsespræmie.

8.4.1.2. Opgørelse af afkastkrav i Virksomhed 1 værdiansættelse og EY's værdiansættelse

Afkastkravet er opgjort til 6,82 % efter skat i Virksomhed 1 værdiansættelse, mens EY har opgjort det til 11,50 % efter skat.

8.4.1.3. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende afkastkrav for aktører i minkbranchen

Virksomhed 1 har gjort gældende, at det af Erstatnings- og taksationskommissionens fastsatte afkastkrav på 11,5 % ikke er retvisende for Virksomhed 1 , navnlig henset til de analyser af afkastkrav, som er foretaget for de øvrige virksomheder i minkbranchen.

Virksomhed 1 har anført, at EY, efter anmodning fra Minksekretariatet, 1. instans, har fastlagt afkastkrav for en lang række virksomheder i minkerhvervet, herunder minkvirksomheders accessoriske virksomheder, minkvirksomheder uden egenproduktion i 2020, pelserier, fodercentraler, udstyrsproducenter og Virksomhed 1 . Virksomhederne er en del af samme værdikæde, og alle er afhængige af efterspørgslen på minkskind. Sammenlignes virksomhedernes afkastkrav, er det således elementer som størrelse, organisation, finansiel robusthed, aktiver, knowhow, kundeloyalitet og kapitalberedskab, som er afgørende. EY har estimeret, at Virksomhed 1 blandt alle disse virksomheder har det højeste afkastkrav på 11,5 %, hvilket ifølge Virksomhed 1 mangler proportionalitet.

Virksomhed 1 har påpeget, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke har forholdt sig til problemstillingen om proportionalitet og ikke har redegjort for, hvorfor Virksomhed 1 , som den største, mest solide og bedst indtjenende aktør i hele minkbranchen, skal have et markant højere afkastkrav end resten af branchen.

Virksomhed 1 har videre anført, at det er velkendt i branchen, at minkvirksomhederne og særligt deres tilknyttede virksomhed er langt mere eksponeret for branchens cykliske konjunk-

turudsving end f.eks. større og mere robuste virksomheder såsom virksomhedstype , herunder Virksomhed 1 . virksomhedstypernes forretningsmodel er mindre eksponeret for konjunkturudsving, da den favner både minkavlere (producenter) og kunder (fabrikanter). virksomhedstyperne tjener penge både *up-stream* værdikæden (avlerne) og *down-stream* værdikæden (kunderne) og ikke kun på den direkte virksomhedstype , men også på finansiering, fragt, oplagring af skind og valutaforretning.

Virksomhed 1 har således gjort gældende, at elementerne robusthed, konjunkturfølsomhed og kunderelationer er centrale ved fastsættelsen af et afkastkrav.

For at sammenligne virksomhedernes robusthed er det afgørende at se på virksomhedernes egenkapital, volumen af forretningen samt virksomhedens evne til at tjene penge. Virksomhed 1 er den virksomhed i branchen, som har den største egenkapital, største omsætning, en forretning som altid har tjent penge og som de seneste 10 år forud før nedlukningen af det danske minkerhverv, med undtagelse af 2020, årligt har haft et gennemsnitligt overskud på ca. 190 mio. kr.

I forhold til konjunkturfølsomhed har Virksomhed 1 bl.a. anført, at det er relevant at vurdere virksomhedernes evne til at tjene penge uanset markedets tilstand. Virksomhed 1 har en forretningsmodel, der både henvender sig *up-stream* værdikæden og *down-stream* værdikæden, og Virksomhed 1 har således mulighed for at justere både salgsafgifter betalt af leverandører og virksomhedstype afgifter betalt af kunder.

Virksomhed 1 har videre anført, at antallet af kunder og evnen til at fastholde og udvikle kunderelationerne er af afgørende betydning. Virksomhed 1 varesortiment og ensartetheden i produkterne er baggrunden for den meget stærke kunderelation på Virksomhed 1 virksomhedstyper . Kunderne betaler højere priser for de varer, som handles hos Virksomhed 1 , sammenlignet med tilsvarende varer hos andre virksomhedstype selskaber. Virksomhed 1 er i stand til at sortere minkskindene med en nøjagtighed, som skaber en unik merværdi for kunder og avlere. Udover kerneydelsen, virksomhedstypen , bidrager Virksomhed 1 ekspertise indenfor områderne teknologi, forskning, dyresundhedsprogrammer, rådgivning, digitalisering, produktudvikling, salgs- og marketingsprogrammer til fastholdelse af både producenter af minkskind (avlere) og fabrikanter af minkpelse (kunder).

Virksomhed 1 har anført, at Virksomhed 6 nok er den mest sammenlignelige virksomhed, og at Virksomhed 6 ' forretningsmodel i høj grad minder om Virksomhed 1 , men mens Virksomhed 1 er verdensledende på minkskind, er Virksomhed 6 fokuseret på salg af ræveskind. Virksomhed 6 er noteret på børsen i Helsinki og foretager hvert år, som et led i virksomhedens regnskabsaflæggelse, en nedskrivningstest og opgør i den forbindelse et markedskonformt afkastkrav.

Virksomhed 1 har desuden anført, at Virksomhed 6 ' afkastkrav i perioden fra 2013-2020 svinger mellem 7,7-9,0 % fra år til år, mens afkastkravet for hele perioden gennemsnitligt kan opgøres til 8,4 %. Opgørelsen af afkastkravet for Virksomhed 6 virker således robust med mindre udsving og ikke særligt påvirkelig overfor virksomhedens indtjeningsevne eller prisen på ræve- og minkskind. Virksomhed 6 har i forbindelse med virksomhedens aflæggelse af 2020-regnskabet opgjort afkastkravet til 8,9 %. Virksomhed 1 har hertil anført, at de afkastkrav som er opgjort i Virksomhed 6 regnskab er gennemgået og verificeret af revisorer, hvor de underliggende forudsætninger, såsom kapitalomkostninger og risikoantagelser, er blevet kritisk vurderet og fundet troværdige.

Virksomhed 6 er underlagt IFRS-standarden, og er derfor forpligtet til at anvende et afkastkrav, der reflekterer markedskonforme forudsætninger om afkast og risiko. Der er således ingen begrundelse for ikke at inddrage afkastkravet for Virksomhed 6 i vurderingen af, hvad der er et rimeligt afkastkrav for Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har anført, at virksomheden generelt er en væsentlig større aktør på minkmarkedet sammenlignet med Virksomhed 6 . I gennemsnit over perioden har Virksomhed 1 solgt 3,4 gange flere minkskind end Virksomhed 6 . Sammenlignes de to virksomheders samlede aktiver fremgår det også, at Virksomhed 1 har været 1,86 gange større end Virksomhed 6 i den betragtede periode. Sammenlignes virksomhedernes egenkapital forud for nedlukningen af det danske minkerhverv 31. oktober 2020 havde Virksomhed 1 en egenkapital på 870 mio. kroner, mens Virksomhed 6 havde en egenkapital på 580 mio. kr.

virksomhedstype virksomheden (herunder både Virksomhed 1 og Virksomhed 6) må alt andet lige forventes at være mindre risikabel for en investor end minkavlernes accessoriske virksomhed, hvorfor det gennemsnitlige efter skat-afkastkravsniveau på 8,4 % i perioden 2013-2020 for Virksomhed 6 vurderes at være konsistent med Virksomhed 1 egen opgørelse samt PwC's interval fra undersøgelsen i 2020.

Virksomhed 1 har anført, at afkastkravet for Virksomhed 1 skal være markant lavere end minkindustriens accessoriske virksomheders afkastkrav på 9,8 %, da minkavlernes accessoriske virksomhed indeholder en større risikopræmie, blandt andet grundet en stærkere eksponering over for minkbranchens cykliske konjunkturudsving end f.eks. større og finansielt mere robuste virksomheder såsom Virksomhed 1 .

8.4.1.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende afkastkrav for aktører i minkbranchen

Fødevarestyrelsen har anført, at de er enige i, at der er en ubalance mellem det afkastkrav, som EY anvender på accessorisk virksomhed, og det der anvendes på Virksomhed 1 . Det fører dog ikke i sig selv til, at afkastkravet for Virksomhed 1 er for højt, men blot at der er en ubalance mellem disse to forhold.

Fødevarestyrelsen har under henvisning til PwC's miniundersøgelse fra juli 2020 anført, at afkastkravet for et gennemsnitligt børsnoteret selskab på nedlukningstidspunktet var 7-10 %. Afkastkravet for Virksomhed 1 må alt andet lige være højere, da Virksomhed 1 historisk har haft store udsving i indtjeningen og svigtende indtjening i årene op til værdiansættelsestidspunktet 4. november 2020, hvilket medfører et højere afkastkrav fra investorer. Derudover er Virksomhed 1 ikke børsnoteret. Det er derfor sværere at omsætte ejerandele i Virksomhed 1 sammenlignet med et børsnoteret selskab, hvilket også tilsiger et højere afkastkrav.

Spørgsmålet om, hvorvidt Virksomhed 1 har afdækket, hvilket afkastkrav der er estimeret af Virksomhed 6 og anvendt af selskabet i forbindelse med nedskrivningstests til regnskabsmæssige formål, er ikke relevant, da det ikke dokumenterer, hvilket afkastkrav en uafhængig investor (en kyndig køber) ville anvende, såfremt denne skulle estimere handelsværdien af Virksomhed 6 pr. 4. november 2020. Det opgjorte afkastkrav afspejler Virksomhed 6 egen holdning til afkastkravet til selskabet i forbindelse med en regnskabsmæssig værdiansættelse og ikke en uafhængig investors vurdering af et rimeligt afkastkrav.

Fødevarestyrelsen har anført, at det også har betydning, at Virksomhed 6 er børsnoteret, når det skal vurderes, om størrelsen på Virksomhed 6 afkastkrav til regnskabsmæssige formål afspejler afkastkravet, som en uafhængig investor vil anvende. Aktiekursen giver derfor indsigt i, hvordan uafhængige investorer værdiansætter hele virksomheden.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at hvis Virksomhed 6 ' bogførte værdi af egenkapitalen pr. 31. oktober 2020, efter der var foretaget en nedskrivningstest med en anvendt WACC på 8,9 %, sammenholdes med markedsværdien af egenkapitalen samme dato, ses at den bogførte egenkapital var opgjort til 78 mio. euro, mens markedsværdien af egenkapitalen blot udgjorde 18 mio. euro, dvs. 24 % af den bogførte egenkapital. Når markedsværdien af egenkapitalen er lavere end den bogførte værdi af egenkapitalen, er det en indikator på, at de uafhængige investorer enten anvender et højere afkastkrav, har lavere forventninger til de fremtidige pengestrømme – eller begge dele.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at den bogførte værdi af Virksomhed 6 egenkapital har været højere end markedsværdien på tidspunktet for regnskabsårets afslutning i alle år i perioden fra 2015 til 2020. Det således Fødevarestyrelsens synspunkt, at det er sandsynliggjort, at investorerne har anvendt et højere afkastkrav til at værdiansætte Virksomhed 6 end det af selskabet anvendte afkastkrav i forbindelse med nedskrivningstesten.

Fødevarestyrelsen har anført, at det er vigtigt at være opmærksom på, at man i forbindelse med nedskrivningstests normalt estimerer selskabets *value-in-use*, dvs. en brugsværdi. Ved opgørelsen af WACC ved en sådan brugsværdiberegning er det ikke atypisk, at der, modsat ved opgørelse af en handelsværdi, ikke anvendes de sædvanlige tillæg til afkastkravet for såvel størrelse som illikviditet (hvis relevant).

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at detaljerne og de anvendte enkeltparametre ved opgørelsen af WACC ikke fremgår af Virksomhed 6 årsrapporter. Fødevarestyrelsen (PwC) har derfor drøftet med PwC Finland og har forstået, at det er normal praksis, at PwC Finland accepterer, at der hverken anvendes størrelsespræmier eller illikviditetsdiscounts ved estimering af WACC til *value-in-use*-beregninger. På den baggrund er Fødevarestyrelsen ikke enige i, at Virksomhed 1 har dokumenteret, at afkastkravet for Virksomhed 6 lå i niveauet 8,4 % i perioden 2013-2020. Fødevarestyrelsen har bemærket, at en revisor skriver under på regnskabet i sin helhed og ikke på enkeltparametre, herunder f.eks. det afkastkrav, der er anvendt ved nedskrivningstesten.

Fødevarestyrelsen har endvidere anført, at PwC's undersøgelse af værdiansættelse i praksis viser, at der er divergerende holdninger blandt markedsdeltagerne til, hvordan enkeltelementerne i WACC bør opgøres, herunder hvorvidt der bør anvendes *discounts* for illikviditet og størrelse. Dette kan give et relativt bredt spænd, indenfor hvilket revisor ikke kan afvise, at den af selskabet opgjorte WACC er rimelig henset til usikkerhed og væsentlighed.

Fødevarestyrelsen har anført, at afkastkrav for accessorisk aktivitet og afkastkravet for Virksomhed 1 ikke er umiddelbart sammenlignelige. Fødevarestyrelsen har bl.a. anført, at afkastkravet for accessorisk aktivitet er et før-skat afkastkrav. Dette kan man dog, som også foreslået af Virksomhed 1 , korrigere for ved at omregne afkastkravet til et efter-skat afkastkrav. Skal der foretages en sammenligning, er sammenligningsgrundlaget således afkastkravet for Virksomhed 1 på 11,5 % og et omregnet efter-skat afkastkrav for accessorisk aktivitet på 9,8 %.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at afkastkravet, der anvendes for Virksomhed 1, anvendes i en traditionel DCF-model, hvor selskabets frie pengestrømme diskonteres med det fastlagte afkastkrav ud fra en uendelighedsbetragtning. Når der fastlægges et afkastkrav for accessorisk aktivitet, er det væsentligt at være opmærksom på, at dette ikke anvendes til at diskontere de fremtidige frie pengestrømme for accessorisk aktivitet.

Grundet udfordringer med at adskille omkostningerne relateret til den accessoriske aktivitet fra andre omkostninger, udmåles erstatningen for accessorisk aktivitet ved, at omkostningerne, herunder reinvesteringer i anlægsaktiver, medtages i omkostningerne/investeringerne relateret til produktion af minkskind og diskonteres med en før-skat diskonteringsrente på 5,14 %. Det er således kun omsætningen for accessorisk aktivitet, der tilbagediskonteres med afkastkravet på 11,35 %.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at metoden til opgørelse af erstatning for salg af levende avlsdyr og pelsning er anderledes, da man her diskonterer en merindtægt og ikke blot omsætningen med afkastkravet for accessorisk aktivitet. En merindtægt vil per definition altid være positiv og vil derfor være en pengestrøm, der er forbundet med langt mindre risiko end de fremtidige frie pengestrømme for Virksomhed 1, der både kan være positiv og negativ i de enkelte år. Dette taler for, at der bør anvendes et lavere afkastkrav for accessorisk virksomhed.

8.4.1.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger vedrørende det anførte om afkastkrav for aktører i minkbranchen

Overerstatnings- og taksationskommissionen henviser til afsnit 8.4.1.-8.4.5., hvor opgørelsen af afkastkravet er behandlet.

8.4.2. Opgørelse af egenkapitalomkostning

Egenkapitalomkostning afspejler det afkast, som investorer kræver for at stille egenkapital til rådighed.

Egenkapitalomkostning estimeres typisk ved anvendelse af CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), som tager udgangspunkt i tre hovedelementer: selskabets beta, den risikofrie rente og markedets risikopræmie.

8.4.2.1. Betaværdi

Beta udtrykker et aktivs systematiske risiko ved at måle, hvor følsomt dets afkast er over for bevægelser i markedet som helhed.

Når betaværdien for et ikke-børsnoteret selskab skal estimeres, tages typisk udgangspunkt i sammenlignelige børsnoterede selskaber, hvor betaværdien kan observeres direkte i markedet. Den observerede betaværdi for børsnoterede selskaber er en gearet betaværdi, da den afspejler selskabets operationelle og finansielle risiko fra dets kapitalstruktur. En ugearet beta kan forstås som den betaværdi, et selskab ville have, hvis det var fuldt egenkapitalfinansieret.

Ved opgørelse af betaværdi har virksomhedens kapitalstruktur betydning. Kapitalstruktur er forholdet mellem hvor stor en del af virksomheden, der er finansieret af egenkapital og/eller gæld.

8.4.2.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af betaværdi

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat en ugearet beta på 1,1.

Erstatnings- og taksationskommissionen har lagt vægt på, at både Virksomhed 1 og EY har anvendt Virksomhed 6 som relevant virksomhed til estimeringen af beta. Kommissionen er enig i, at Virksomhed 6 er en relevant og sammenlignelig virksomhed, og således kan anvendes til estimeringen af Virksomhed 1 beta. Kommissionen vurderer det rimeligt at antage, at Virksomhed 6's beta ligger i niveauet 1,14-1,2 som angivet af henholdsvis Virksomhed 1 og EY. Kommissionen har lagt vægt på, at Virksomhed 6 ikke har, eller historisk har haft, nogen væsentlig nettorentebærende gæld, og at der dermed ikke skal tages højde for en væsentlig gældsandel ved udmåling af beta for Virksomhed 6.

Erstatnings- og taksationskommissionen har bemærket, at Virksomhed 1 også har inkluderet andre brancher til brug for estimering af beta, herunder *high-end* mode og en generel betaværdi for tøjindustrien. EY har ligeledes analyseret beta fra andre peer-grupper, herunder Retail-luksusmode og andre virksomhedstyper. Baseret på de fremlagte analyser er beta-estimatet for øvrige relaterede grupper af selskaber opgjort i niveauet 0,8-1,0.

Den af Erstatnings- og taksationskommissionens estimerede beta på 1,1 er således konkluderet ud fra, at Virksomhed 6 er vurderet til at være den mest sammenlignelige virksomhed samt understøttet af de øvrige relevante selskaber, herunder *high-end* mode, Retail-luksusmode, tøjindustrien og andre virksomhedstyper ligger lavere end Virksomhed 6.

Erstatnings- og taksationskommissionen har endvidere vurderet det rimeligt at anvende en kapitalstruktur på nul. Kommissionen har lagt vægt på, at Virksomhed 1 har anvendt kapitalstukturen for Virksomhed 6 ud fra en antagelse om, at denne kapitalstruktur er optimal. Kommissionen har i den forbindelse lagt vægt på, at Virksomhed 6 ikke har, eller historisk har haft, nogen væsentlig nettorentebærende gæld.

Erstatnings- og taksationskommissionen har desuden vurderet, at det er retvisende at anvende en kapitalstruktur på nul, når gæld til avlere behandles konsistent for Virksomhed 1 og Virksomhed 6.

8.4.2.1.2. Betaværdi i Virksomhed 1 værdiansættelse

Den ugearede betaværdi er opgjort til 0,82 i Virksomhed 1 værdiansættelse.

Virksomhed 1 har til brug for opgørelsen af betaværdien anvendt tre peer-grupper. Peer-grupperne består af virksomhedstyper (Virksomhed 6), tøjindustrien[2] som defineret af Damodaran og *high-end* mode.

Virksomhed 1 har opgjort den ugearede beta for de tre peer-grupper til henholdsvis 0,82 for virksomhedstyper (Virksomhed 6), 0,88 for tøjindustrien og 0,78 for *high-end* mode.

Virksomhed 1 har antaget et vist overlap i risikoprofilerne i de tre peer-grupper og Virksomhed 1, da disse er en del af samme værdikæde, i samme industrigruppe og i et varierende omfang deler fællesnævnere i forhold til forretningsmodelsprincipper.

[2] En industrigruppe på 124 vesteuropæiske børsnoterede virksomheder i tøjbranchen samlet af Damodaran.

Virksomhed 1 har opgjort Virksomhed 6 ' median-kapitalstruktur til 0,42. Virksomhed 1 har i opgørelsen taget udgangspunkt i medianen for Virksomhed 6 ' kapitalstruktur i perioden 2012-2019 for at re-geare betakoefficienten ud fra en antagelse om, at denne kapitalstruktur er optimal. Virksomhed 1 har i estimatet af WACC'en taget udgangspunkt i en underliggende kapitalstruktur på 70,4 % egenkapital og 29,6 % gæld, hvilket antages at være den optimale kapitalstruktur.

8.4.2.1.3. Betaværdi i EY's værdiansættelse

EY har i deres værdiansættelse af Virksomhed 1 anvendt en ugearet beta på 1,1.

EY har også anvendt flere peergrupper til at estimere den ugearede beta. Selvom Virksomhed 6 er den mest sammenlignelige virksomhed til Virksomhed 1 , så er det ugearede beta-estimat for én virksomhed ikke nødvendigvis tilstrækkeligt.

EY har anvendt tre peer-grupper bestående af Virksomhed 6 , virksomhedstyper og Retail-luksusmode. EY har opgjort den ugearede beta for de tre peer-grupper til henholdsvis 1,2 for Virksomhed 6 , 0,9 for virksomhedstyper og 1,0 for Retail-luksusmode.

EY har anvendt en kapitalstruktur på 0,0 svarende til medianen af Virksomhed 6 ' månedlige kapitalstruktur de sidste fem år.

8.4.2.1.4. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende betaværdi

Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har lagt den af EY opgjorte betaværdi på 1,1 til grund for værdiansættelsen af Virksomhed 1 , og at der er flere udfordringer med EY's opgørelse af betaværdien.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at EY har opgjort betaværdien for Virksomhed 6 forkert samt, at EY opgør en kunstig høj betaværdi for Retail-luksusmode.

Virksomhed 1 har anført, at Virksomhed 1 (med bistand fra Deloitte), og EY grundlæggende har samme tilgang til at fastlægge en ugearet beta for Virksomhed 1 . Deloitte og EY anvender hver især tre peer-grupper af mere eller mindre sammenlignelige virksomheder. Både Deloitte og EY anvender peer-grupperne virksomhedstyper (Virksomhed 6) og Retail-luksusmode.

Deloitte anvender derudover tøjindustrien, mens EY benytter virksomhedstyper i deres tredje klynge. Virksomhed 1 har udarbejdet nedenstående illustration, med et overblik over henholdsvis Deloittes og EY's udvalgte peer-grupper samt de fastsatte ugearede betaværdier for disse.

Overblik over betaværdier for peer groups – EY og Deloitte

	EY	Deloitte.
virksomhedstyper Virksomhed 6	1,2	0,82
Retail-luksus mode	1,0	0,78
Auktionshuse	0,9	X
Tøjindustri	X	0,88
Samlet ugearet beta	1,1	0,82

Kilde: Deloitte, EY og S&P Capital IQ

Figur 10

Kapitalstruktur og betaværdi for Virksomhed 6

Det er Virksomhed 1 opfattelse, at EY har opgjort betaværdien for Virksomhed 6 forkert. Virksomhed 1 har anført, at EY i deres værdiansættelse har konkluderet, at Virksomhed 6 ikke har nettorentebærende gæld og dermed en kapitalstruktur på nul.

Virksomhed 1 har anført, at EY i opgørelsen af den nettorentebærende gæld for Virksomhed 6 har lagt til grund, at både banklån og gæld til avlere er driftsrelaterede og dermed ikke indgår i den nettorentebærende gæld.

Det er Virksomhed 1 opfattelse, at EY har glemt, at en del af Virksomhed 6 ' banklån er relateret til bygningerne svarende til et realkreditlån, hvilket også understøttes af Virksomhed 6 ' årsrapporter. Eksempelvis fremgår det, at Virksomhed 6 i 2014 og 2015 ombyggede virksomhedstype salen. Virksomhed 6 investerede 8,2 mio. euro i bygninger. Samtidig steg bankgælden, selvom tilgodehavender hos avlere og kunder faldt. Stigningen i bankgælden blev benyttet til at finansiere ombygningen. Virksomhed 6 har samlet set investeret 21,3 mio. euro i deres bygninger i perioden 2011-2019.

Virksomhed 1 har bemærket, at EY er enig i, at Virksomhed 6 har et realkreditlån, da EY i deres værdiansættelse har skrevet, at både Virksomhed 1 og Virksomhed 6 har realkreditlån relateret til ejede ejendomme. EY har på den ene side konkluderet, at Virksomhed 6 har et realkreditlån, men samtidig valgt at se bort fra lånet, når de opgør den nettorentebærende gæld og beregner kapitalstrukturen for Virksomhed 6 .

Virksomhed 1 har anført, at det ud fra Virksomhed 6 ' regnskaber ikke er muligt præcist at fastlægge størrelsen af bankgælden, som er relateret til bygningerne. Virksomhed 1 har i forlængelse heraf taget udgangspunkt i Virksomhed 6 ' investeringer i bygningerne, og har lagt til grund, at 60 % af investeringerne er realkreditfinansieret, hvorefter man får en mere korrekt opgørelse af den nettorentebærende gæld. Virksomhed 1 har udarbejdet en opgørelse baseret på tallene i EY's værdiansættelse, men hvor Virksomhed 1 har taget højde for gælden relateret til bygningerne. Af opgørelsen nedenfor fremgår det, at Virksomhed 6 har nettorentebærende gæld og en kapitalstruktur på over nul i perioden 2014-2019. Den gennemsnitlige kapitalstruktur i perioden er 14 %, og i de sidste år op til nedlukningen var kapitalstrukturen over 40 %.

Opgørelse af nettorentebærende gæld og kapitalstruktur for Virksomhed 6
Mio. EUR

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Likvidier	-10,6	-24,1	-25,1	-4,1	-6,2	-11,8	-3,2	-3,4	-0,8
Øvrig gæld	4,6	5,2	8,1	8,4	5,9	5,7	4,3	4,1	6,2
Banklån - Ej drift	3,18	4,62	5,52	7,5	12,42	12,48	12,54	12,72	12,78
Nettorentebærende gæld	-2,82	-14,28	-11,48	11,8	12,12	6,38	13,64	13,42	18,18
Kapitalstruktur	-5%	-20%	-7%	13%	19%	13%	24%	45%	48%

Kilde: Deloitte og Virksomhed 1

Figur 11

Det er Virksomhed 1 opfattelse, at betaværdien skal afgeares, dvs. at der skal korrigeres for gælden, for at man kan sammenligne med andre selskaber i andre peer-grupper. EY kan ikke benytte en betaværdi for Virksomhed 6, hvor der ikke er taget højde for, at Virksomhed 6 har nettorentebærende gæld og sammenligne dette med ugearede betaværdier for de andre peer-grupper. Den korrekte fremgangsmåde er at benytte en ugearet beta for Virksomhed 6.

Både EY og Deloitte har hentet betaværdier fra databasen *S&P Capital IQ*, hvoraf det følger, at Virksomhed 6 har nettorentebærende gæld og dermed en kapitalstruktur på over nul. *S&P Capital IQ* opgør en kapitalstruktur for Virksomhed 6 på 39 % og en ugearet betaværdi på 0,82.

Virksomhed 1 har anført, at betaværdien for Virksomhed 6 bør genberegnes for at få en retvisende betaværdi som basis for fastlæggelsen af betaværdien for Virksomhed 1.

Det er videre Virksomhed 1 opfattelse, at det er essentielt, at der anvendes en retvisende kapitalstruktur for Virksomhed 6, da den har stor indflydelse på beta-estimatet for Virksomhed 1, og dermed afkastkravet i værdiansættelsen. Såfremt der ikke kan tilvejebringes dokumentation for Virksomhed 6 kapitalstruktur, og et estimat baseret på industristandarder fra *S&P Capital IQ* ikke kan accepteres, må Virksomhed 6 nødvendigvis tages ud af betaberegningen.

Betaværdien for Retail-luksusmode

Virksomhed 1 har endvidere anført, at EY opgør en "kunstig" høj betaværdi for Retail-luksusmode. EY har uden saglig begrundelse fravalgt en række store modehuse som Hugo Boss, Mulberry og Ralph Lauren i opgørelsen af betaværdien for Retail-luksusmode.

I analysen fra Deloitte er der anvendt 17 forskellige modebrands, og efter Virksomhed 1 opfattelse har EY anvendt seks modebrands i deres analyse. Det fremgår af EY's analyse, at de har lagt vægt på at inkludere virksomheder, der også er nævnt i EY-Parthenons markedsanalyse, hvilket er uacceptabelt.

EY har i deres analyse ikke medtaget f.eks. Hugo Boss og Ralph Lauren uden, at det begrundes, hvorfor disse ikke er repræsentative. I forlængelse heraf har Virksomhed 1 bemærket, at KPMG i deres opgørelse af afkastkravet for accessorisk virksomhed har valgt at inkludere disse selskaber. Virksomhed 1 har med bistand fra Deloitte beregnet den ugearede beta for Hugo Boss og Ralph Lauren på månedlig basis over fem år med udgangspunkt i værdiansættelses-

datoen 4. november 2020. Deloitte har beregnet en ugearet beta på henholdsvis 0,71 for Hugo Boss og 0,98 for Ralph Lauren med et dertilhørende gennemsnit på 0,85.

Virksomhed 1 har anført, at det må være et krav, at der anvendes så bred en portefølje af selskaber som muligt for at gøre analysen tilstrækkelig robust.

Virksomhed 1 har anført, at betaværdien for både Virksomhed 6 og Retail-luksusmode bør genberegnes, så der lægges en retvisende og velbegrundet betaværdi til grund for fastsættelsen af afkastkravet for Virksomhed 1 . Såfremt man benytter den korrekt opgjorte ugearede betaværdi for Retail-luksusmode på 0,8 og en ugearet betaværdi på 1 for Virksomhed 6 bliver betaværdien for Virksomhed 1 0,9 i stedet for 1,1, hvilket vil have en væsentlig effekt på opgørelsen af afkastkravet og dermed værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

8.4.2.1.5. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende betaværdi

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at en ugearet beta på 1,1, som EY og Erstatnings- og taksationskommissionen har anvendt, bedre afspejler risikoen ved en investering i Virksomhed 1 end det af Virksomhed 1 anvendte ugearede beta-estimat på 0,82.

Kapitalstruktur og betaværdi for Virksomhed 6

Fødevarestyrelsen har anført, at styrelsen overordnet set kan tilslutte sig Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende spørgsmålet om opgørelsen af betaværdien for Virksomhed 6 .

Efter Fødevarestyrelsens opfattelse kan der i forbindelse med fastlæggelsen af beta for Virksomhed 6 ikke anvendes en skønnet kapitalstruktur. I det tilfælde, at Overerstatnings- og taksationskommissionen måtte vurdere, at betaværdien for Virksomhed 6 skal genberegnes, må der fremskaffes information vedrørende den faktiske størrelse af Virksomhed 6 historiske realkreditfinansiering.

Fødevarestyrelsen har anført, at *S&P Capital IQ's* opgørelse af kapitalstruktur er standardberegninger, hvorefter den samme metode anvendes for alle typer af selskaber. Dette giver mening for langt de fleste selskaber, fordi det sikrer konsistens. For selskaber som Virksomhed 6 og Virksomhed 1 , som både har virksomhedstype drift og "agerer bank" for avlere og kunder, giver det imidlertid ikke mening at anvende en standardberegning, hvor der netop ikke tages højde for en konsistent behandling af rentebærende arbejdskapitalposter i form af driftsrelateret bankgæld og gæld til avlere mv.

Fødevarestyrelsen har på baggrund heraf anført, at Virksomhed 6 som udgangspunkt ikke skal tages ud af beta-beregningen.

Betaværdien for Retail-luksusmode

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 bemærkninger om EY's anvendelse af antal modebrands, kan forstås på den måde, at EY kun har udvalgt seks sammenlignelige selskaber, hvilket ikke er korrekt. EY har udvalgt ni sammenlignelige selskaber, men tre af selskaberne indgår ikke i opgørelsen af median-beta, da de foretagne betaanalyser har en for lav forklaringsgrad, og derfor ikke giver et retvisende estimat for beta. Dette er helt sædvanlig praksis.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at hvis Hugo Boss og Ralph Lauren medtages i betaanalysen, som anført af Virksomhed 1 , vil man alt andet lige estimere en højere ugearet beta for de sammenlignelige selskaber. Fødevarestyrelsen har med bistand fra PwC estimeret en ugearet beta for Hugo Boss og Ralph Lauren til henholdsvis 1,01 og 1,14. PwC har ved estimeringen anvendt fem års månedlige historiske observationer med udgangspunkt i 4. november 2020 som værdiansættelsesdatoen. Til beregningen er der ligeledes anvendt *MSCI World Index* og *Harris & Pringle*'s betarelation til ugearing af beta.

Fødevarestyrelsen har anført, at det i forbindelse med opgørelse af ugearet beta har relativt stor betydning, hvordan de sammenlignelige selskabers leasingaftaler behandles. Dette er især relevant for retailers som Hugo Boss og Ralph Lauren, der har indgået mange lejemål vedrørende butikker.

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at for europæiske selskaber, som følger de internationale regnskabsstandarder (IFRS), vil man som udgangspunkt behandle leasingaktiver som om, at de var ejede. Dermed reduceres den estimerede driftsmæssige risiko (ugearet beta) relativt til en situation, hvor selskabets leasingaktiver blev behandlet som lejede aktiver. Således vil ugearet beta for selskaber, hvis leasingaftaler på f.eks. butikker i regnskabet bliver behandlet som lejede aktiver, dvs. selskaber der følger årsregnskabsloven, typisk være højere end ugearet beta for selskaber, hvor leasingaftaler på f.eks. butikker i regnskabet bliver behandlet som ejede aktiver, dvs. selskaber der følger IFRS, herunder IFRS 16. Årsagen til dette er, at selskaber der lejer aktiver, har højere driftsmæssig risiko som følge af de faste lejeomkostninger, der skal betales, uanset hvordan selskabet performer. Ved at behandle et leasingaktiv som et aktiv man ejer, klassificeres risikoen herved som en finansiel risiko i stedet, og ugearet beta reduceres.

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 udarbejder årsregnskab efter årsregnskabsloven, hvilket taler for at klassificere leasingaftalerne for de sammenlignelige selskaber, som man ville under årsregnskabsloven. Hvis man gør dette, kan ugearet beta for Hugo Boss og Ralph Lauren opgøres til henholdsvis 1,32 og 1,50.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at da Virksomhed 1 ejer størstedelen af de benyttede aktiver, vil det være mest retvisende ligeledes at behandle leasingaktiverne for de sammenlignelige selskaber som ejede aktiver med en lavere ugearet beta til følge. Det er ved brug af denne metode, at PwC har estimeret ugearet beta for Hugo Boss og Ralph Lauren.
Fødevarestyrelsen har på baggrund heraf bemærket, at PwC har taget udgangspunkt i den opgørelsesmetode, der giver det laveste estimat for ugearet beta for Hugo Boss og Ralph Lauren.

8.4.2.1.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 betaværdi

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der ved fastsættelsen af afkastkravet, skal anvendes en ugearet beta på 0,84.

Kommissionen har opgjort betaværdien for Virksomhed 1 på baggrund af sammenlignelige børsnoterede selskabers betaværdier. For at kunne sammenligne de enkelte virksomheder skal der korrigeres for forskelle i kapitalstrukturen. Det sker ved at omregne den gearede beta til en ugearet beta. Ugearet beta er et udtryk for betaværdien for et fuldt egenkapitalfinansieret selskab.

Overerstatnings- og taksationskommissionen har til brug for vurderingen fravalgt at anvende Virksomhed 6 som sammenlignelig virksomhed. Kommissionen har ikke fundet tilstrækkelig dokumentation vedrørende størrelsen på Virksomhed 6 ' nettorentebærende gæld, herunder realkreditlånet. Det fremgår ikke af Virksomhed 6 ' regnskaber, hvor stor en del realkreditlånet udgør. Kommissionen finder, at det er for usikkert at estimere Virksomhed 6 ' betaværdi baseret på industristandarder fra *S&P Capital IQ* ved fastsættelsen af ugearet beta for Virksomhed 1 .

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer herefter, at Virksomhed 6 ' kapitalstruktur ikke kan fastlægges. Virksomhed 6 indgår herefter ikke i peer-gruppen virksomhedstyper .

Kommissionen vurderer videre, at der skal anvendes en peer-gruppe vedrørende Retail-luksusmode ved opgørelsen af Virksomhed 1 betaværdi. Kommissionen finder, at de af Virksomhed 1 anførte selskaber, skal inddrages i beta-estimeringen, da alle selskaberne opererer inden for mode- og luksusbranchen. Det er kommissionens vurdering, at variationen i selskabernes risikoprofiler og markedssegmenter afspejler den underliggende økonomiske dynamik i branchen. Dette bidrager til et mere robust fundament for analysen af Virksomhed 1 markedsrisiko.

Kommissionen vurderer i forlængelse heraf, at det alene er selskaberne med en forklaringsgrad (R^2-værdi) over 15 %, der kan indgå i beregningen, idet dette indikerer, at disse selskaber har en tilstrækkelig høj forklaringsgrad. Se hertil figur 12.

Overerstatnings- og taksationskommissionen anvender som den tredje peer-gruppe anerkendt data fra Damodaran, herunder virksomheder i tøjindustrien. Det er kommissionens vurdering, at disse data skal inddrages, da de giver et robust sammenligningsgrundlag for branchegennemsnittet og risikofaktorerne.

Kommissionen vurderer herefter, at der ved fastsættelsen af Virksomhed 1 ugearede beta, skal anvendes peer-grupperne virksomhedstyper , *Retail-luksusmode* og samt en industri-beta for *tøjindustrien* baseret på data fra Aswath Damodaran, NYC Stern.

Virksomhed	Ugearet beta	R^2	Ugearet beta jus. For lav R^2	D/E
virksomhedstyper				
Virksomhed 7	0,97	0,28	0,97	0,11
Virksomhed 8	0,42	0,18	0,42	1,86
Virksomhed 9	1,03	0,33	1,03	0,02
Gennemsnit	**0,81**	**0,26**	**0,81**	**0,66**
Median	**0,97**	**0,28**	**0,97**	**0,11**
Retail-luksusmode				
Hermès	0,62	0,11		
Kering SA	0,54	0,14		
Compagnie Financière Richemont SA	0,80	0,32	0,80	0,30
Christian Dior SE	0,61	0,24	0,61	0,37
Burberry Group plc	0,72	0,16	0,72	0,26
LVMH Moët Hennessy	0,69	0,23	0,69	0,12
Prada S.p.A.	1,00	0,26	1,00	0,37
Moncler S.p.A.	0,64	0,14		
Capri Holdings Limited	0,60	0,28	0,60	1,32
PVH Corp.	0,91	0,62	0,91	1,14
Hugo Boss AG	0,88	0,32	0,88	0,83
TOD'S S.p.A.	0,09	0,00		
Salvatore Ferragamo S.p.A.	0,59	0,23	0,59	0,37
Mulberry Group plc	0,62	0,19	0,62	1,10
Brunello Cucinelli S.p.A.	0,64	0,14		
Tapestry, Inc.	1,17	0,21	1,17	0,71
Ralph Lauren Corporation	0,60	0,28	0,60	0,68
Gennemsnit	**0,69**	**0,23**	**0,77**	**0,63**
Median	**0,64**	**0,23**	**0,71**	**0,53**
Damodaran - Tøjindustrien				
Gennemsnit				
Median			**0,84**	**0,23**

Figur 12

Overerstatnings- og taksationskommissionen anvender, til brug for vurderingen af Virksomhed 1 ugearede betaværdi, en kapitalstruktur (D/E) på 0,29.

Kommissionen baserer den estimerede kapitalstruktur på peer-grupperne bestående af virksomhedstyper, *Retail-luksusmode* og *tøjindustrien*, som defineret af Damodaran. Kapitalstrukturen er baseret på de respektive peer-gruppers median kapitalstruktur på værdiansættelsesdatoen. De tre peer-grupper er vægtet ligeligt med en tredjedel hver i den samlede beregning. Se til illustration følgende:

	Ugearet beta	R^2	Ugearet beta jus. For lav R^2	D/E	Vægtning
virksomhedstyper					
Gennemsnit	0,81	0,26	0,81	0,66	
Median	0,97	0,28	0,97	0,11	0,33
Retail-luksusmode					
Gennemsnit	0,69	0,23	0,77	0,63	
Median	0,64	0,23	0,71	0,53	0,33
Damodaran - Tøjindustrien					
Gennemsnit					
Median			0,84	0,23	0,33
V1 **- Beta - Gennemsnit**			**0,81**	**0,51**	
V1 **- Beta - Median**			**0,84**	**0,29**	

Figur 13

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herved Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende fastsættelsen af Virksomhed 1 betaværdi og kapitalstruktur.

8.4.2.2. Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er et udtryk for det afkast, en investor kan opnå uden at påtage sig kredit- eller markedsrisiko, og anvendes som referencepunkt for vurdering af alternative investeringers risikopræmie.

Den risikofrie rente udgør grundlaget for beregningen af afkastet på egenkapitalomkostningen og repræsenterer afkastet på en investering uden risiko for misligholdelse.

8.4.2.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af den risikofrie rente

Erstatnings- og taksationskommissionen har anvendt en risikofri rente på -0,5 %. Kommissionen har lagt vægt på, at dette svarer til renten på den 10-årige danske statsobligation på værdiansættelsesdatoen.

8.4.2.2.2. Den risikofrie rente i Virksomhed 1 værdiansættelse

Den risikofrie rente er opgjort til -0,5 % i Virksomhed 1 værdiansættelse. Virksomhed 1 har til brug herfor anvendt 10-årige statsobligationer grundet deres lange tidshorisont, deres høje likviditet, sammenlignet med obligationer med længere udløbsfrist, og fordi det er almindelig praksis i værdiansættelse. Virksomhed 1 har anvendt danske obligationer da disse matcher valutaen for Virksomhed 1 pengestrømme.

8.4.2.2.3. Den risikofrie rente i EY's værdiansættelse

EY har anvendt en risikofri rente på -0,5 %, som er baseret på den effektive rente for en 10-årig dansk statsobligation pr. værdiansættelsesdatoen.

8.4.2.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende den risikofrie rente

Fødevarestyrelsen ses alene at have haft bemærkninger til den risikofrie rente i relation til den af Virksomhed 1 anvendte inflation og markedsrisikopræmien.

Fødevarestyrelsen har anført, at der skal være sammenhæng mellem den anvendte inflation og den risikofrie rente. Det er efter styrelsens opfattelse ikke konsistent, når Virksomhed 1 har anvendt den faktisk observerbare risikofrie rente pr. 4. november 2020 på -0,5 % og samtidig har anvendt en inflation på 2,0 %, da dette indikerer en negativ implicit realrente i fremskrivningen. En negativ realrente indikerer en negativ vækst i økonomien, hvilket ikke er holdbart i et uendelighedsperspektiv, som lægges til grund i værdiansættelsen.

Fødevarestyrelsen har endvidere gjort gældende, at man bør overveje at øge markedsrisikopræmien eller anvende en inflation på nul, hvis der ikke anvendes et tillæg til den risikofrie rente, da *Enterprise Value* ellers bliver kunstigt høj.

Fødevarestyrelsens bemærkninger om den risikofrie rente i relation til markedsrisikopræmien fremgår af afsnit 8.4.2.3.6.

8.4.2.2.5. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende den risikofrie rente

Virksomhed 1 ses alene at have haft bemærkninger til den risikofrie rente i relation til markedsrisikopræmien. Se hertil afsnit 8.4.2.3.5.

8.4.2.2.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af den risikofrie rente

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der skal anvendes en risikofri rente på -0,5 %, som var den aktuelle risikofrie rente på værdiansættelsesdatoen.

Kommissionen vurderer, at dette sikrer, at værdiansættelsen forbliver konsistent med de øvrige markedsbaserede forudsætninger. Der skal således ikke foretages en normalisering af den risikofrie rente. En normalisering af den risikofrie rente vil indebære, at værdiansættelsen baseres på en række forudsætninger, der ikke nødvendigvis afspejler investorernes faktiske afkastkrav under de daværende markedsforhold. En normalisering af den risikofrie rente vil dermed risikere at forvrænge resultatet i forhold til de økonomiske realiteter på værdiansættelsesdatoen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer herefter, at der skal anvendes en risikofri rente på -0,5 %, svarende til den effektive rente på den 10-årige danske statsobligation på værdiansættelsesdatoen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fastsættelsen af den risikofrie rente.

8.4.2.3. Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er det merafkast, som investorer kræver for at investere i det samlede aktiemarked udover den risikofrie rente. Den afspejler den systematiske markedsrisiko, der ikke kan elimineres gennem diversifikation.

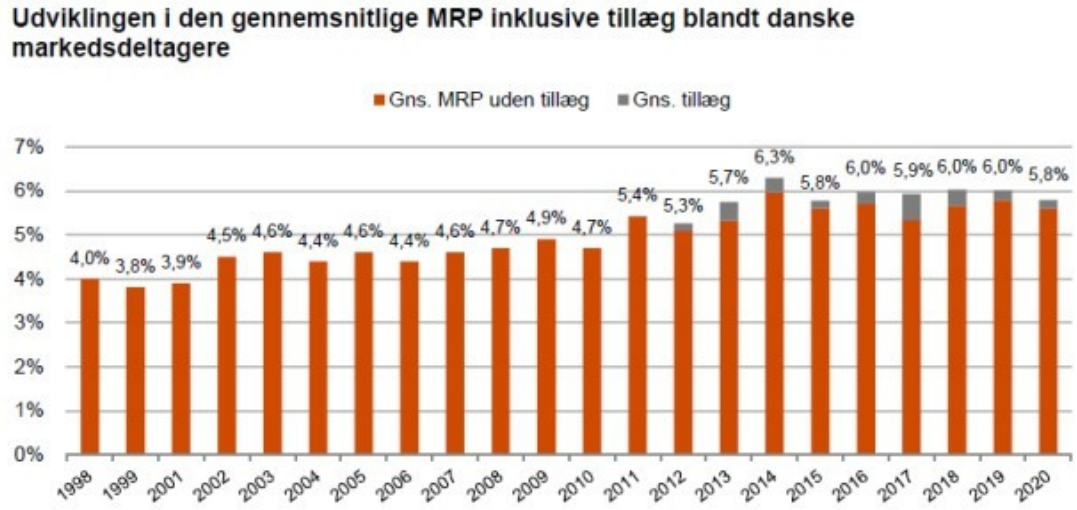
Erstatnings- og taksationskommissionen og sagens parter har i forbindelse med opgørelsen af markedsrisikopræmien henvist til PwC's miniundersøgelse fra 2020.

8.4.2.3.1. PwC's miniundersøgelse, værdiansættelse i praksis, juli 2020

PwC's årlige miniundersøgelse anvendes som et aktuelt pejlemærke for markedets forventninger og risikovurderinger. Resultaterne bidrager bl.a. til at vurdere udviklingen i markedsrisikopræmien.

PwC har i juni 2020 gennemført en undersøgelse blandt 27 investeringsbanker, corporate finance-rådgivere, PE-fonde mv. I undersøgelsen har der været et særligt fokus på indvirkningen af COVID-19.

Den gennemsnitlige anvendte markedsrisikopræmie eksklusive eventuelle tillæg er 5,6 % i 2020-undersøgelsen, hvilket er 0,2 procentpoint lavere end 2019-undersøgelsen. Den historiske gennemsnitlige markedsrisikopræmie eksklusive og inklusive tillæg ses i figuren:



Figur 14

Den anvendte markedsrisikopræmie blandt respondenterne spænder i 2020-undersøgelsen mellem 2,50 % og 7,50 %. Spredningen i markedsrisikopræmien kan være et udtryk for, at nogle respondenter justerer for de aktuelle markedsforhold direkte i markedsrisikopræmien eller foretager andre justeringer i beregningen af det vægtede afkastkrav.

Fire respondenter har angivet, at de har korrigeret markedsrisikopræmien i form af tillæg. Alle fire respondenter har udelukkende foretaget denne korrektion grundet COVID-19.

8.4.2.3.2. Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af markedsrisikopræmie

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat en markedsrisikopræmie på 8,5 %. Kommissionen har lagt vægt på, at anvendelsen af et totalafkast i markedet på 8,0 %, fratrukket den risikofrie rente på -0,5 %, anses for rimeligt. Kommissionen har desuden lagt vægt på, at en markedsrisikopræmie på 8,5 % er et konsistent valg i forhold til en risikofri rente på -0,5 %.

For så vidt angår det af Virksomhed 1 anførte om, at de 22 største aktører har vurderet markedsrisikopræmien til 5,8 %, har Erstatnings- og taksationskommissionen bemærket, at dette er en markedsrisikopræmie eksklusive tillæg som følge af det lave rentemiljø i 2020. I PwC's miniundersøgelse fremgår det, at 14 ud af 22 respondenter anvender et implicit eller eksplicit tillæg til afkastkravet, dvs. et tillæg til enten markedsrisikopræmien eller den risikofrie

rente, som følge af det lave rentemiljø. Det fremgår videre, at otte respondenter angiver et eksplicit tillæg i intervallet 1,0-3,5 %, og fem respondenter anvender et implicit tillæg i form af en normaliseret rente. Det er på den baggrund kommissionens vurdering, at en markedsrisikopræmie på 5,8 % ikke kan anvendes, hvis der ikke herudover justeres for det lave rentemiljø i 2020.

8.4.2.3.3. Markedsrisikopræmie i Virksomhed 1 *værdiansættelse*

Markedsrisikopræmien er fastsat til 6,5 % i Virksomhed 1 værdiansættelse. Virksomhed 1 har anført, at den fremgangsmåde, der anvendes af værdiansættelseseksperter og andre markedsinvestorer skal efterlignes, hvilket Virksomhed 1 har gjort ved at tage udgangspunkt i Deloittes estimat for den historiske markedsrisikopræmie.

8.4.2.3.4. Markedsrisikopræmie i EY's værdiansættelse

Markedsrisikopræmien er fastsat til 8,5 % i EY's værdiansættelse. EY har fastsat markedsrisikopræmien ved et totalafkast i markedet på 8,0 % minus den risikofrie rente. Dette er i overensstemmelse med det af EY anvendte i fastlæggelsen af en markedskonform diskonteringsrente for minkspecifik accessorisk virksomhed.

EY har bemærket, at en markedsrisikopræmie på 6,5 % potentielt godt kan anvendes. EY har i forlængelse heraf anført, at det skal sikres, at der ikke er et mismatch mellem den anvendte inflation og den risikofrie rente. I det tilfælde, hvor der ikke benyttes et tillæg til den risikofrie rente, når der samtidig anvendes en markedsrisikopræmie på 6,5 %, bør det overvejes, om der i stedet skal anvendes en inflation på nul, da *Enterprise Value* ellers bliver kunstig høj.

8.4.2.3.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende markedsrisikopræmie*

Virksomhed 1 har anført, at EY i fastlæggelsen af markedsrisikopræmien har anvendt et langsigtet afkast på 8,0 %, fordi den risikofrie rente er -0,5 %. Dette er inkonsistent og forkert, fordi det tilsiger, at forventet afkast altid er 8 % uanset renteniveau – med andre ord, at WACC er konstant uanset renteniveau. I praksis opleves kraftige udsving i aktiekurserne, når centralbankerne ændrer renteniveauerne, eller når der sker forskydning i de lange renter, dvs. WACC tilpasses renteniveauet.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at udgangspunktet for værdiansættelsen af Virksomhed 1 s virksomhed skal baseres på de finansielle forhold, der herskede i november 2020. Investeringsbeslutninger inklusive afkastkrav på egenkapital og gæld bliver fastlagt ud fra nuværende renteniveauer.

Virksomhed 1 har anført, at der er klar og tydelig evidens for, at investorerne i november 2020 forventede afkast på et helt andet og meget lavere niveau end 8 % også selvom de godt vidste, at de langsigtede inflationsmål var væsentligt højere end det aktuelle renteniveau.

Anvendelsen af et totalafkast på 8,0 % i relation til Virksomhed 1 bør ikke anses for rimeligt, da afkastforventningerne i november 2020 ligger på et andet niveau.

Virksomhed 1 har gjort gældende, *at* EY's opgørelse af markedsrisikopræmien er for høj, *at* der er tale om et ikke underbygget og urimeligt skøn, og *at* EY som sagkyndig er forpligtet til at inddrage andre aktørers opgørelse af markedsrisikopræmien på værdiansættelsestidspunktet. Virksomhed 1 har derfor henvist til PwC's miniundersøgelse.

Virksomhed 1 har anført, at PwC hvert år analyserer anvendte markedsrisikopræmier blandt de mest aktive markedsaktører i forhold til værdiansættelse af virksomheder i Danmark. Undersøgelsen viser, at gennemsnittet for de 22 aktører i 2020 var på 5,8 %. Virksomhed 1 har i den forbindelse bemærket, at der i denne opgørelse er taget højde for den lave risikofrie rente ved at indregne et tillæg. Undersøgelsen viser, hvilken markedsrisikopræmie de 22 aktører har meldt ind for 2020. Her ses det, at ingen af de 22 aktører har benyttet en markedsrisikopræmie, som er i nærheden af 8,5 %, som anvendt af EY i forbindelse med værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har anført, at det er uforståeligt, at EY i værdiansættelsen af Virksomhed 1 har benyttet en markedsrisikopræmie på 8,5 %, mens markedsrisikopræmien i Virksomhed 1 værdiansættelse på 6,5 % ligger over gennemsnittet for de 22 aktører og udgør en relativ konservativ og rimelig vurdering af Virksomhed 1 markedsrisikopræmie.

Ifølge Virksomhed 1 har Erstatnings- og taksationskommissionen i delafgørelsen fortolket PwC's miniundersøgelse og underkendt, at undersøgelsen giver et retvisende billede af udmålingen af markedsrisikopræmien. Erstatnings- og taksationskommissionen har baseret sin argumentation på en fejllæsning af undersøgelsen. Det fremgår tydeligt af undersøgelsen, at markedsrisikopræmien på 5,8 % er inklusive tillæg. Et tillæg som blev introduceret i 2012, som er sammenfaldende med et faldende renteniveau, som nærmer sig nul. Markedsrisikopræmien på 5,8 % er inklusive tillæg, og at det må antages, at der i tillægget er korrigeret for det lave rentemiljø, som ikke er særegent for 2020, men som allerede ramte eurozonen i starten af 2010'erne.

Virksomhed 1 har anført, at der har været negative renter i Danmark i næsten ti år frem til 2020. Det er derfor korrekt, at renteniveauet var lavt i en historisk kontekst, men ikke for lavt i forhold til de finansielle markeders faktiske prissætning af aktiver i 2020. Den risikofrie rente er udtryk for prissætningen af statsobligationer. Korrektioner til renten ville betyde en anden prissætning, som ikke følger markedspriserne.

Virksomhed 1 har videre anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har valgt at tage udgangspunkt i EY's vurdering på 8,5 %, som adskiller sig markant fra resten af de store aktører på markedet. Der er således tale om en proportionsforvrængning, som har stor negativ indflydelse på værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har anført, at der indgår 22 respondenter i PwC's undersøgelse. Af disse foretager otte ingen justeringer af afkastkravet, mens de 14 resterende anvender et implicit eller eksplicit tillæg til afkastkravet. Af de 14 anvender 12 af respondenterne et tillæg til afkastkravet, heraf bruger ni en normaliseret rente eller et tillæg til den risikofri rente, mens én anvender et tillæg til afkastkrav. Af de sidste to respondenter anvender én et eksplicit tillæg til långivernes afkastkrav, hvilket intet har med markedsrisikopræmien eller egenkapitalforrentningen at gøre. Den sidste respondent anvender et implicit totalafkast ved at forhøje markedsrisikopræmien. Det er den metode, som EY anvender i deres opgørelse af afkastkravet for Virksomhed 1 . Det er således Virksomhed 1 opfattelse, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke bør basere sin afgørelse på EY's tilgang, da den ikke er sædvanlig praksis blandt danske aktører indenfor værdiansættelse. Kun én ud af 22 deltagere anvender denne tilgang.

Virksomhed 1 har endvidere anført, at størstedelen af respondenterne justerer den risikofrie rente, hvilket påvirker afkastkravet, men også den anvendte terminalvækst. En justering af markedsrisikopræmien som EY benytter, svarer ikke én-til-én til en justering af den risikofrie rente, da den alene vil påvirke afkastkravet. En justering af den risikofrie rente har en dobbelteffekt på værdiansættelsen ved både at influere afkastkravet men også normalisere terminalvæksten. Det indebærer, at hvis den risikofrie rente justeres opad, vil det løfte afkastkravet, hvilket påvirker værdiansættelsen negativt, men samtidig løftes den forventede terminalvækst tilsvarende, hvilket påvirker værdiansættelsen positivt. Når EY bruger en forhøjet markedsrisikopræmie på 8,5 %, vil det udelukkende øge afkastkravet og dermed sænke værdien.

Virksomhed 1 har anført, at Deloitte konsistent med den negative rente i 2020 har anvendt en konservativ tilgang til terminalværdiopgørelsen for Virksomhed 1 , nemlig konvergensmodellen. Hvis der foretages en normalisering af renteniveauet i 2020, skal det samtidigt reflekteres i terminalvæksten, i form af en anden terminalværdimodel og indregning af vækst i terminalperioden for at sikre metodemæssig konsistens.

Desuden viser PwC's undersøgelse, at EY's anvendte markedsrisikopræmie på 8,50 % både overstiger niveauet i 2020, som spænder fra 2,50 % til 7,50 %, men også det årlige gennemsnit blandt respondenterne på 5,8 % inkl. tillæg, og som ikke har været højere end 6,3 % i hele den målte periode tilbage til 1998.

Virksomhed 1 har på baggrund af PwC's undersøgelse konkluderet, at hvis afkastkravet skal justeres, skal dette ikke gøres i markedsrisikopræmien, men ved at normalisere den risikofrie rente. Dette er ifølge PwC's undersøgelse den justeringsmetode, der er mest konsensus omkring blandt danske markedsaktører. I praksis vil en justering af den risikofrie rente fremfor markedsrisikopræmien også have en positiv effekt på værdiansættelsen af en virksomhed. Dette ændrer imidlertid ikke på, at der slet ikke er grundlag for en justering af den risikofrie rente.

Endeligt har Virksomhed 1 anført, at der i det forudgående årti var negative renter i Danmark, hvorfor renteniveauet kan konkluderes ikke at være midlertidigt for lavt i en historisk kontekst. På nedlukningstidstidspunktet var det danske marked for køb og salg af virksomheder meget aktivt og til høje priser, hvilket ikke understøtter hypotesen om korrektion af afkastkravet. Prismultipler på de børsnoterede virksomheder var også stigende frem mod november 2020. Det er forhold som underbygger, at renteniveauet ikke er for lavt i forhold til den faktiske prissætning af aktiver på nedlukningstidspunktet. Ydermere fremgår det af PwC's undersøgelse, at det langt fra er alle respondenter, som justerer den risikofrie rente. Kun fire respondenter svarer, at der anvendes et eksplicit tillæg til den risikofrie rente. Derudover svarer fem ud af de 13 respondenter, at de anvender en normaliseret rente og intet tillæg til afkastkravet. Samlet set er det altså et mindretal på ni ud af 22, som laver en sådan justering på den risikofrie rente, hvilket understøtter, at renteniveauet på værdiansættelsestidspunktet ikke var kunstigt lavt og/eller unormalt for den periode.

8.4.2.3.6. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende markedsrisikopræmie

Fødevarestyrelsen har om PwC's undersøgelse bemærket, at PwC årligt de sidste 25 år har lavet en undersøgelse af værdiansættelsespraksis blandt markedsdeltagerne. Undersøgelsernes deltagere er en række af de førende aktører på aktiemarkedet. Formålet med undersøgelserne har været at skabe gennemsigtighed omkring værdiansættelsesmetoder samt at tilbyde en løbende opdatering af det forventede afkastkrav anvendt i markedet.

Fødevarestyrelsen har i forhold til PwC's årlige undersøgelse oplyst, at der ikke findes én teoretisk konsistent metode omkring værdiansættelse med tilhørende parametre til opgørelse af afkastkravet for et givent selskab, som der blandt kyndige markedsdeltagere nødvendigvis vil være konsensus omkring. PwC's undersøgelse bekræfter, at der blandt markedsdeltagerne er relativt store forskelle i den anvendte værdiansættelsespraksis.

Undersøgelsen viser imidlertid, ifølge Fødevarestyrelsen, at der blandt deltagerne er rimelig konsensus omkring størrelsen af det samlede afkastkrav for et gennemsnitligt børsnoteret selskab, som i juli 2020 blev estimeret til at ligge indenfor intervallet 7,0-10,0 %, men viser samtidig at det er svært at sammenligne enkeltparametre fra de forskellige markedsdeltagere ved beregning af afkastkravet.

Fødevarestyrelsen har anført, at dette har stor betydning, når man skal forholde sig til opgørelsen af enkelte faktorer som den anvendte markedsrisikopræmie, den risikofrie rente og eventuelt yderligere risikotillæg. Eksempelvis var der visse af markedsdeltagerne i undersøgelsen, som anvendte en lav faktisk risikofri rente sammen med en høj markedsrisikopræmie, mens der var andre deltagere, der anvendte en højere (typisk normaliseret) risikofri rente sammen med en lavere markedsrisikopræmie.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at en del af deltagerne desuden foretog yderligere korrektioner, dvs. et tillæg ud over tillæg til den risikofrie rente eller markedsrisikopræmien. Således angav 64 % af respondenterne i undersøgelsen, at de foretog forskellige justeringer ved beregning af afkastkravet for at afspejle de dagældende markedsforhold med lave renteniveauer. Den hyppigste korrektion til afkastkravet var i form af et normaliseringstillæg til den risikofri rente, men respondenterne valgte også at korrigere på andre måder, f.eks. ved et tillæg til markedsrisikopræmien, ejernes afkastkrav eller til WACC. Det er således misvisende alene at se på f.eks. de anvendte markedsrisikopræmier i undersøgelsen og derudfra konkludere, at den af EY anvendte markedsrisikopræmie ikke er markedskonform.

Fødevarestyrelsen har anført, at både Virksomhed 1 , EY og Erstatnings- og taksationskommissionen har anvendt den faktisk observerbare risikofrie rente på -0,5 % ved værdiansættelsen af Virksomhed 1 . Fødevarestyrelsen har i den forbindelse bemærket, at PwC's studie viste, at under halvdelen af respondenterne anvendte den aktuelle rente på en 10-årig statsobligation som grundlag for beregning af afkastkrav. Flertallet af respondenterne anvendte således andre metoder, f.eks. en rente med længere løbetid, en normaliseret rente eller en helt tredje metode til opgørelse af renten.

Virksomhed 1 har anført, at gennemsnittet i undersøgelsen er en markedsrisikopræmie på 5,8 % inkl. tillæg. Denne formulering kan, ifølge Fødevarestyrelsen, give indtryk af, at undersøgelsens respondenter allerede ved fastlæggelse af markedsrisikopræmien har taget højde for, hvad de vurderer, er et unormalt renteniveau. Undersøgelsen viser imidlertid, at størstedelen af respondenterne ikke korrigerer for det unormale renteniveau ved tillæg til markedsrisikopræmien, men i stedet anvender en normaliseret rente og/eller andre tillæg til WACC. Dette indikerer, at man vil estimere en for lav WACC, der ikke er markedskonform, hvis man anvender den faktiske rente på værdiansættelsestidspunktet den 4. november 2020 sammen med f.eks. den gennemsnitlige markedsrisikopræmie anvendt af respondenterne fra studiet.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at selvom en markedsrisikopræmie på 8,5 %, som er anvendt af EY og Erstatnings- og taksationskommissionen, er højere end de opgjorte markedsrisikopræmier anvendt af respondenterne i undersøgelsen, så er en markedsrisikopræmie på 8,5 % stadig konsistent med en WACC i niveauet 7,0-10,0 % som indikeret af respondenterne, når niveauet anvendes sammen med en risikofri rente på -0,5 %.

Fødevarestyrelsen har anført, at konvergensformlen, eller en mere konservativ terminalværdiformel, bør danne grundlag for terminalværdien i værdiansættelser indenfor minksektoren, herunder Virksomhed 1 . Fødevarestyrelsen er således ikke stødt på informationer, der underbygger, at virksomheder inden for minksektoren på langt sigt skulle kunne generere et afkast udover WACC. Alternativt bør det som fremhævet samme sted overvejes at anvende en negativ terminalvækst for at afspejle risikoen for politiske initiativer mv., der kunne påvirke minkbranchen negativt.

Dette gælder uanset, om der benyttes en normaliseret markedsrisikopræmie, som anvendt af EY, eller om man foretager en normalisering af den risikofrie rente, som Virksomhed 1 har lagt op til.

Fødevarestyrelsen har desuden bemærket, at anvendelsen af et normaliseret renteniveau ikke automatisk vil føre til en tilsvarende forøgelse af den anvendte vækst i terminalperioden. Således består den risikofrie rente implicit af en realrente og inflation, hvor realrenten afspejler forventninger til den langsigtede realvækst. Det er gængs værdiansættelsespraksis i terminalværdiberegninger primært at tage højde for inflationær vækst og kun i begrænset omfang medtage realvækst. En forøgelse af den risikofrie rente til et niveau over inflationsforventningerne vil derfor som udgangspunkt ikke føre til en forøgelse af terminalvæksten (heller ikke for selskaber i brancher, hvor der forventes større vækst end indenfor minkbranchen).

Videre har Fødevarestyrelsen anført, at det fremgår af PwC's undersøgelse, at ni ud af 22 respondenter angiver, at de foretager justeringer ved beregning af afkastkravet for at afspejle de daværende markedsforhold med lave renteniveauer. Der er således umiddelbart 13 respondenter, der ikke foretager justeringer. Hertil har Fødevarestyrelsen henvist til undersøgelsen, hvoraf det fremgår, at fem af de 13 respondenter der angiver, at de ikke anvender tillæg, anvender en normaliseret rente, hvilket kan opfattes som et implicit tillæg til den risikofrie rente. Således anvender 14 ud af 22 respondenter enten et implicit eller eksplicit tillæg som justering af afkastkravet i det nuværende lavrentemiljø.

Det er efter Fødevarestyrelsens opfattelse misvisende, når Virksomhed 1 har konkluderet, at det er et mindretal af respondenterne, der har korrigeret for de lave renteniveauer, idet undersøgelsen faktisk viser, at et flertal har korrigeret for den lave rente, enten ved anvendelsen af en normaliseret rente eller ved andre korrektioner til WACC.

Fødevarestyrelsen har fremhævet, at 12 ud af 22 respondenter enten anvender en rente med længere løbetid end 10 år, en normaliseret rente eller foretager andre korrektioner.

Fødevarestyrelsen har endvidere erklæret sig enig i, at der i årene op til den 4. november 2020 samt på værdiansættelsestidspunktet var meget lave renteniveauer i Danmark og resten af Europa blandt andet som følge af centralbankernes opkøbsprogrammer, der havde til formål at støtte den økonomiske vækst, bl.a. under COVID-19 pandemien.

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at det ikke er sandsynligt, at en uafhængig investor pr. 4. november 2020 ville anvende det meget lave renteniveau med negative renter i en værdiansættelse uden samtidig at korrigere den anvendte markedsrisikopræmie eller foretage andre korrektioner til WACC.

Fødevarestyrelsen har videre bemærket, at anvendelsen af den faktiske risikofrie rente på værdiansættelsestidspunktet kombineret med en markedsrisikopræmie uden justeringer på 5,8 % giver en WACC, der er langt under det interval for WACC på 7-10 %, som respondenterne angiver for et børsnoteret selskab med gennemsnitlig risiko.
Endeligt har Fødevarestyrelsen anført, at styrelsen overordnet set kan tilslutte sig Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af markedsrisikopræmien.

8.4.2.3.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 *markedsrisikopræmie*

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der til fastsættelsen af Virksomhed 1 afkastkrav skal anvendes en markedsrisikopræmie på 6,5 %.

Ved fastsættelsen af markedsrisikopræmien har Overerstatnings- og taksationskommissionen lagt vægt på, at det fremgår af PwC's miniundersøgelse fra juli 2020, at den gennemsnitlige markedsrisikopræmie udgjorde 5,8 % inkl. tillæg, mens den historiske markedsrisikopræmie i undersøgelserne i perioden 1998-2020 har ligget i spændet 3,8-6,3 %. Det er herefter kommissionens vurdering, at en markedsrisikopræmie på 6,5 % ikke afviger væsentligt fra det historiske niveau, og samtidig tager højde for den aktuelle markedssituation pr. 4. november 2020 uden at overestimere risikoen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herved Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende opgørelsen af markedsrisikopræmien.

8.4.2.4. Størrelsespræmie

Størrelsespræmien er et tillæg til egenkapitalomkostningen i WACC-beregningen, der anvendes i de kapitalværdibaserede modeller. Tillægget baseres på empirisk observerede forskelle i afkast mellem store og mindre virksomheder, da mindre virksomheder historisk har udvist højere risiko end større virksomheder.

Præmien tillægges for at justere afkastkravet, så det afspejler den størrelse, virksomheden vurderes at have i værdiansættelsen. Den fastsættes ved at matche virksomhedens estimerede størrelse med størrelsesintervaller i anerkendte empiriske datakilder, som angiver en procentuel præmie baseret på historiske afkastdata. Beregningen sker typisk som en iterativ proces, hvor størrelsespræmien opdateres i takt med, at virksomhedens værdi estimeres og justeres.

8.4.2.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af størrelsespræmie

Erstatnings- og taksationskommissionen har anvendt et yderligere tillæg ved udmåling af egenkapitalomkostninger i form af en størrelsespræmie på 3,2 %.

Erstatnings- og taksationskommissionen har lagt vægt på, at der kan indgå flere forhold (størrelsespræmie, illikviditetspræmie og selskabsspecifikt risikotillæg) ved udmåling af dette tillæg.

Kommissionen har bemærket, at både Virksomhed 1 og EY udelukkende har anvendt en størrelsespræmie.

Erstatnings- og taksationskommissionen har anset det for tilstrækkeligt alene at anvende en størrelsespræmie, idet præmie for illikviditet ikke vurderes relevant, da illikviditet ikke har betydning for værdien af Virksomhed 1 for den nuværende ejerkreds. Herudover har kommissionen vurderet, at beta i tilstrækkelig grad reflekterer usikkerheden forbundet med den fremtidige indtjeningsevne, idet beta primært er opgjort på baggrund af Virksomhed 6, og der derfor ikke også bør inkluderes et selskabsspecifikt risikotillæg.

8.4.2.4.2. Størrelsespræmie i Virksomhed 1 værdiansættelse

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse anvendt en størrelsespræmie på 2,05 %.

Virksomhed 1 har anvendt Duff & Phelps' (nu Kroll) europæiske størrelsespræmier fra 2016. Virksomhed 1 har placeret virksomheden i decil 9 ud fra en initial værdiansættelse på 274 mio. USD.

Virksomhed 1 har anført, at de har anvendt den udglattede præmie for at undgå stikprøvestøj fra råestimatet.

Virksomhed 1 har ikke anvendt en CSR-præmie (virksomhedsspecifik risikopræmie) ud over størrelsespræmien. Virksomhed 1 har hertil anført, at der ikke foreligger pålidelige data, som kan anvendes til fastsættelse af virksomhedsspecifikke risikopræmier. Det er i høj grad et spørgsmål om vurdering, værdiansættelseserfaring, forretningsforståelse og fremskrivning. Yderligere har Virksomhed 1 anført, at de har en stærk forrentningsmodel, er markedsleder og befinder sig på et marked med høje adgangsbarrierer, hvorfor virksomhedsspecifikke risici bør være indfanget af størrelsespræmien.

8.4.2.4.3. Størrelsespræmie i EY's værdiansættelse

EY har i værdiansættelsen af Virksomhed 1 anvendt en størrelsespræmie på 3,2 %.

EY har baseret størrelsespræmien på statistik fra Kroll, dog ved anvendelse af de seneste offentliggjorte størrelsespræmier pr. værdiansættelsesdatoen.

EY har, med udgangspunkt i Virksomhed 1 størrelse fra deres multipelanalyse, anført, at der kan argumenteres for, at en præmie på 5,0 % skulle anvendes. EY har anført, at en størrelsespræmie på 3,2 %, svarende til præmien for helt små *Micro Cap*-virksomheder, dog er mere retvisende, grundet Virksomhed 1 størrelse set i forhold til resten af følgeerhvervsvirksomhederne. Dette er baseret på en antagelse om, at der alt andet lige må forventes en lavere virksomhedsspecifik risiko forbundet med Virksomhed 1 i forhold til størstedelen af virksomhederne i følgeerhvervet.

EY har ikke anvendt andre virksomhedsspecifikke risikotillæg end en størrelsespræmie. Dette skyldes, at en stor andel af Virksomhed 1 produktion stammer fra lande forbundet med en lav risiko, hvorfor størrelsespræmien i tilstrækkelig grad opfanger væsentlige virksomhedsspecifikke risici.

8.4.2.4.4. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende størrelsespræmie*

Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke har forholdt sig til problemstillingen om, at størrelsespræmien iterativt bør kvalitetssikres mod den værdiansættelse, man kommer frem til. Erstatnings- og taksationskommissionen har ikke forholdt sig til, at størrelsespræmien er inkonsistent med den værdiansættelse af Virksomhed 1 , som kommissionen selv har opgjort.

Virksomhed 1 har anført, at EY ved opgørelsen af størrelsespræmien er startet med et initialt gæt på værdien af Virksomhed 1 for at finde en størrelsespræmie at tage udgangspunkt i. Det gør de på baggrund af en multipelanalyse, hvor de finder en værdi på mellem 525-675 mio. kr. Ud fra dette har de anvendt Krolls tabel for størrelsespræmie og fundet en initial størrelsespræmie på 5 %. Virksomhed 1 har henvist til nedenstående tabel fra EY's værdiansættelse.

Tabel for størrelsespræmie
EV-værdi i mio. DKK

Decil				
1	197.627	-	6.746.609	-0,3%
2	83.538	-	197.627	0,5%
3	42.068	-	83.538	0,7%
4	27.410	-	42.068	0,8%
5	17.087	-	27.410	1,1%
6	10.609	-	17.087	1,3%
7	6.312	-	10.609	1,5%
8	3.278	-	6.312	1,6%
9	1.462	-	3.278	2,2%
10	13	-	1.462	5,0%

Kilde: Kroll.

Kilde: EY

Figur 15

EY's opgørelse af størrelsespræmien er opgjort på baggrund af EY's multipelanalyse og senere EY's værdiansættelse af Virksomhed 1 på 1.145 mio. kr. Virksomhed 1 har anført, at problemet er opstået, fordi Erstatnings- og taksationskommissionen er kommet frem til en markant højere værdiansættelse af Virksomhed 1 på 1.555 mio. kr. Dermed passer størrelsespræmien ikke længere med værdien af virksomheden.

Det er Virksomhed 1 opfattelse, at det er god skik at kvalitetssikre det oprindelige gæt på virksomhedens størrelsespræmie ved at foretage et kontrolopslag baseret på den virksomhedsværdi, som fremkommer af analysen. Dette har Erstatnings- og taksationskommissionen og EY undladt at gøre. Efter at have opgjort værdien af Virksomhed 1 til 1.555 mio. kr. burde størrelsespræmien have være reguleret. Virksomhed 1 ville herefter være omfattet af decil 9, hvilket giver en størrelsespræmie på 2,2 %.

På baggrund af den nye størrelsespræmie bør afkastkravet genberegnes, og der bør opgøres en ny EV-værdi. Den nye EV-værdi vil alt andet lige blive højere, men dog fortsat ligge indenfor decil 9, hvorfor en yderligere kvalitetssikring af størrelsespræmien ikke bør være nødvendig, efter den er reguleret til 2,2 %.

Virksomhed 1 har anført, at Fødevarestyrelsen har argumenteret for, at EY ikke anvender decil 10 i Krolls analyse, men derimod en præmie på 3,2 % baseret på Krolls opgørelse for *Micro Cap*-virksomheder. Det er efter Virksomhed 1 opfattelse korrekt, at EY opgør størrelsespræmien med udgangspunkt i *Micro Cap*. *Micro Cap* er imidlertid en aggregering af netop Krolls decil 9 og 10, og det ændrer ikke på, at EY ikke forholder sig til cirkulariteten i størrelsespræmien. Det er efter Virksomhed 1 opfattelse forkert at anvende *Micro Cap*-gruppen, der strækker sig ned til en værdiansættelse på 13 mio. kr., fremfor at anvende decil 9, der starter fra 1.462 mio. kr.

Virksomhed 1 har videre bemærket, at formålet med størrelsespræmien er at opfange risikoelementet i virksomhedens størrelse i forhold til andre selskaber. I USA er den gennemsnitlige virksomhed generelt større end i Europa, og nogle af de største virksomheder i verden er amerikanske. En virksomhed, der betragtes som relativ lille efter amerikanske standarder, er stor i en europæisk kontekst.

Når Kroll beregner størrelsespræmier baseret på amerikanske markedsdata, er det med et amerikansk udgangspunkt, som ikke er sammenligneligt med Europa. Derfor har Kroll foretaget en tilsvarende analyse for europæiske virksomheder, som anvendes i forbindelse med værdiansættelser af europæiske virksomheder.

EY har taget udgangspunkt i Krolls amerikanske størrelsespræmier, hvilket betyder, at størrelsespræmien analyseres ud fra Virksomhed 1 markedsværdi relativt til store amerikanske virksomheder. Kroll fraråder eksplicit at anvende amerikanske data til at måle virksomhedsstørrelser på andre markeder, hvorfor det er uforståeligt, at EY ikke tager hensyn til dette. Der bør i stedet anvendes et europæisk-baseret estimat på størrelsespræmien, som er konsistent med den estimerede markedsværdi. Det er således korrekt at anvende en størrelsespræmie på 2,2 %, svarende til det europæiske decil 9, i stedet for en størrelsespræmie på 3,2 % baseret på Krolls amerikanske størrelsespræmier.

Virksomhed 1 har anført, at Fødevarestyrelsen har argumenteret for, at det bør overvejes at indregne en illikviditetspræmie i afkastkravet. Fødevarestyrelsen har omtalt tre typer af risikotillæg: Størrelsespræmie, illikviditetspræmie samt virksomhedsspecifikt risikotillæg. EY, KPMG og Deloitte mener, at det er sædvanlig praksis, at illikviditetspræmien antages at være inkluderet i størrelsespræmien og ikke skal lægges oveni. Dette er overensstemmende med, at størrelses- og illikviditetspræmien ikke definitivt kan adskilles fra hinanden, hvorfor der er risiko for at tælle risikoelementer dobbelt, hvilket åbenlyst er forkert.

EY's og Deloittes tilgang til værdiansættelsen af Virksomhed 1 er i overensstemmelse med EY's og KPMG's fremgangsmåde ved accessorisk virksomhed, hvor en illikviditetspræmie er inkluderet i størrelsespræmien, hvorfor et yderligere tillæg for illikviditet må afvises.

8.4.2.4.5. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende størrelsespræmie

Fødevarestyrelsen har anført, at styrelsen ikke er enig med Virksomhed 1 i, at Erstatnings- og taksationskommissionens fastsættelse af et yderligere tillæg på 3,2 %, i form af en størrelsespræmie, er inkonsistent med EY's metode.

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at EY ikke har anvendt en præmie baseret på decil 10 i Krolls analyse svarende til virksomheder med en EV på mellem 13 mio. kr. og 1.462 mio. kr.,

men derimod har anvendt en præmie på 3,2 % svarende til præmien for *Micro Cap*-virksomheder.

Fødevarestyrelsen har anført, at niveauet for EY's størrelsespræmie er vurderet i en bredere sammenhæng, herunder som begrundelse for ikke at inkludere et virksomhedsspecifikt tillæg. Tilsvarende følger det af Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse, at tillægget på 3,2 % ikke udelukkende beror på data fra Kroll, men derimod er fastsat ud fra en samlet vurdering af flere forhold.

Fødevarestyrelsen har over for Overerstatnings- og taksationskommissionen fastholdt, at det er relevant af overveje at indregne en illikviditetspræmie i afkastkravet.

Det er efter Fødevarestyrelsens opfattelse ikke korrekt, når Virksomhed 1 og EY har argumenteret for, at der i den anvendte størrelsespræmie til afkastkravet ligeledes er indarbejdet korrektion for illikviditet. Således er de af Virksomhed 1 og EY anvendte størrelsespræmier baseret på et studie fra Kroll, der måler størrelsespræmien ved at sammenligne afkastet på børsnoterede selskaber af forskellig størrelse.

Selvom der givetvis i et vist omfang bliver medtaget en præmie for illikviditet for meget små selskaber, hvor selv børsnoterede aktier kan være illikvide, så medtages der ikke en præmie for at afspejle værdiforskellen mellem børsnoterede og unoterede selskaber. PwC har tidligere i deres undersøgelse af markedspraksis ved værdiansættelse spurgt respondenterne, i hvilket omfang der anvendes præmier for både størrelse og illikviditet. Ca. 40 % af de respondenter, der medtager en størrelsespræmie, foretager ligeledes en yderligere korrektion for illikviditet.

Fødevarestyrelsen har i den forbindelse bemærket, at respondenterne svarer på spørgsmål om deres generelle holdning til brug af størrelses- og illikviditetspræmier ved værdiansættelse af et mindre, unoteret selskab, dvs. under normale forhold.

Typisk vil man dog i forbindelse med en værdiansættelse vurdere de konkrete forhold ved fastlæggelse af illikviditetsdiscounts eller præmier, hvor bl.a. stor volatilitet og usikkerhed i markedet er medvirkende faktorer til at øge en potentiel korrektion for illikviditet.

Fødevarestyrelsen har i den forbindelse bemærket, at selv om der generelt var høj aktivitet indenfor virksomhedstransaktioner i november 2020, så vurderes investeringen i et selskab som Virksomhed 1 , der på skæringsdagen den 4. november 2020 var påvirket af særdeles svære markedsforhold at være forbundet med større usikkerhed end normalt, og dermed også være mere illikvidt end normalt.

Overerstatnings- og taksationskommissionen bør derfor efter Fødevarestyrelsens vurdering overveje at inkludere en illikviditetspræmie til afkastkravet. Under alle omstændigheder bør overvejelserne herom indgå ved fastsættelsen af niveauet for WACC.

Fødevarestyrelsen har henvist til nedenstående tabel med data fra Kroll, der fremgår af EY's værdiansættelsesrapport:

Størrelsespræmie

DKK mio.	Egenkapitalværdi			Præmie
Market caps				
Mid Cap	17.073	-	83.273	0,8%
Low Cap	3.278	-	17.073	1,4%
Micro-cap	13	-	3.278	3,2%
Decil				
1	197.627	-	6.746.609	-0,3%
2	83.538	-	197.627	0,5%
3	42.068	-	83.538	0,7%
4	27.410	-	42.068	0,8%
5	17.087	-	27.410	1,1%
6	10.609	-	17.087	1,3%
7	6.312	-	10.609	1,5%
8	3.278	-	6.312	1,6%
9	1.462	-	3.278	2,2%
10	13	-	1.462	5,0%

Kilde: Kroll.

Kilde EY

Figur 16

Det fremgår heraf, at decil 9 vedrører virksomheder med en egenkapitalværdi på mellem 1.462 mio. kr. og 3.278 mio. kr. og ikke en *Enterprise Value* i samme interval som angivet af Virksomhed 1 .

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at EY's tabel er forskellig fra Virksomhed 1 tabel, se hertil figur 15 i afsnit 8.4.2.4.4. Det fremgår af Virksomhed 1 tabel, at enheden for tabellen for størrelsespræmien er EV-værdi i mio. kr. Da Kroll generelt har anvendt *Market Value* og *Common Equity* i deres opgørelse af størrelse, og da Virksomhed 1 henviser til EY som kilde, har Fødevarestyrelsen formodet, at der er tale om en fejl, når Virksomhed 1 skriver EV-værdi og ikke egenkapitalværdi i deres tabel.

Det er Fødevarestyrelsens forståelse, at Virksomhed 1 havde en nettorentebærende gæld på ca. 250 mio. kr. på værdiansættelsestidspunktet. Dette indebærer, at Virksomhed 1 baseret på den af Erstatnings- og taksationskommissionen opgjorte *Enterprise Value* på 1.555,3 mio. kr. har en markedsværdi af egenkapitalen på ca. 1.305 mio. kr. Dermed har Virksomhed 1 ikke en størrelse, der er tilstrækkelig til at blive medtaget i decil 9. Ifølge Virksomhed 1 argumentation bør man anvende decil 10, der indikerer en størrelsespræmie på 5,0 % til værdiansættelse af Virksomhed 1 .

Når man værdiansætter et selskab i den øvre eller nedre del af et givet størrelsesinterval, har Fødevarestyrelsen gjort gældende, at det er rimeligt ikke blot at anvende den gennemsnitlige præmie for intervallet ukritisk, men i stedet at korrigere for, om selskabet befinder sig i den øvre eller nedre del af størrelsesintervallet. Givet at Virksomhed 1 har en størrelse svarende til den øvre del af decil 10, har Fødevarestyrelsen fundet det rimeligt at anvende et gennemsnit af decil 9 og 10, hvilket *Micro Cap*-gruppen netop er udtryk for.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at Virksomhed 1 udlægning af Krolls rapport ikke er fuldt ud dækkende. Det fremgår af denne rapport, at *"our U.S. data may not be appropriate to measure size in other markets"*, hvilket ikke kan sidestilles med, at Kroll eksplicit fraråder brugen heraf. Denne ansvarsfraskrivelse fra Kroll omkring brugen af amerikanske data skal ligeledes ses i lyset af, at Kroll lever af at sælge adgang til deres forskellige databaser.

Fødevarestyrelsen har heller ikke haft mulighed for at vurdere, om den europæiske decil 9, som Virksomhed 1 har refereret til, er repræsentativ for Virksomhed 1 .

8.4.2.4.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 størrelsespræmie

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der skal anvendes en størrelsespræmie på 3,49 % ved udmåling af egenkapitalomkostninger.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der ved fastsættelsen af størrelsespræmien for Virksomhed 1 , skal tages udgangspunkt i statistiske data fra amerikanske virksomheder. Kommissionen har lagt vægt på, at amerikanske studier er nyere og har et større datasæt.

Den anvendte størrelsespræmie på 3,49 % er baseret på statistiske data fra Duff & Phelps (nu Kroll) fra den senest offentliggjorte opgørelse fra 31. december 2019, og følger en iterativ proces.

Statistikken er opbygget således, at selskaberne først inddeles i tre overordnede grupper efter størrelse: *Mid Cap*, *Low Cap* og *Micro Cap*. Disse grupper er herefter opdelt i yderligere ti deciler, hvor decil 1 omfatter de største selskaber og decil 10 omfatter de mindste. Decil 10 er efterfølgende opdelt i to undergrupper: 10A og 10B. Herfra opdeles 10A og 10B yderligere i henholdsvis 10W og 10X samt 10Y og 10Z. Denne yderligere opdeling, giver en endnu finere inddeling af de mindste selskaber. Se figuren:

CRSP Deciles Size Premia as of December 31, 2019

Decile	Market Capitalization of Smallest Company (in USD millions)	Market Capitalization of Largest Company (in USD millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid Cap	2,688.889	13,100.225	0.8%
Low Cap	515.621	2,685.865	1.42%
Micro Cap	1.973	515.602	3.16%
Breakdown of CRSP Deciles 1 - 10			
1	31,090.379	1,061,355.011	-0.28%
2	13,142.606	30,542.936	0.5%
3	6,618.604	13,100.225	0.73%
4	4,312.546	6,614.962	0.79%
5	2,688.889	4,311.252	1.1%
6	1,669.856	2,685.865	1.34%
7	993.855	1,668.282	1.47%
8	515.621	993.847	1.59%
9	230.024	515.602	2.22%
10	1.973	229.748	4.99%
Breakdown of CRSP 10th Decile			
10A	120.519	229.748	3.49%
10W	181.408	229.748	2.69%
10X	120.519	181.17	4.42%
10B	1.973	120.178	8.02%
10Y	62.612	120.178	6.62%
10Z	1.973	62.199	10.91%

Kilde: Kroll
Figur 17

Kommissionen vurderer, at størrelsespræmien for 10A, som udgør en mere detaljeret underopdeling af decil 10, skal lægges til grund. Kommissionen bemærker også, at anvendelsen af decil 10 vil resultere i en værdi inden for det relevante interval. Således kan begge niveauer anvendes, men Kommissionen finder imidlertid, at 10A er mere retvisende, idet intervallet mellem laveste og højeste værdi er smallere og dermed giver et mere præcist udtryk for den relevante størrelsespræmie.

Kommissionen bemærker, at Fødevarestyrelsen har argumenteret for at inkludere en illikviditetspræmie i tillæg til størrelsespræmien, idet Virksomhed 1 ikke er et børsnoteret selskab.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at illikviditetspræmien i vidt omfang allerede er indeholdt i Virksomhed 1 størrelsespræmie, og derfor ikke bør tillægges særskilt.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herved Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende opgørelsen af størrelsespræmien.

8.4.2.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af afkastkravet på egenkapitalomkostning

Overerstatnings- og taksationskommissionen estimerer Virksomhed 1 egenkapitalomkostning på baggrund af betaværdien, den risikofrie rente, markedsrisikopræmien og størrelsespræmien, og vurderer denne samlet til 10,04 %.

8.4.3. Opgørelse af fremmedkapitalomkostning

Fremmedkapitalomkostning udtrykker det afkast, som långivere forventer for at stille fremmedkapital til rådighed, og dermed prisen på anvendelsen af fremmedkapital i selskabets finansiering.

Fremmedkapitalomkostningen beregnes som udgangspunkt på basis af tre elementer: den risikofrie rente, en kreditrisikopræmie og en skattesats.

Fastsættelsen af den risikofrie rente er behandlet i afsnit 8.4.2.2.

8.4.3.1. Kreditrisikopræmie

Kreditrisikopræmie er et tillæg til den risikofrie rente, som reflekterer selskabets specifikke kreditrisiko og dermed sandsynligheden for, at selskabet kan opfylde sine forpligtelser over for långivere.

8.4.3.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger til kreditrisikopræmie

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 kapitalstruktur til nul, hvorfor kommissionen ikke har taget stilling til Virksomhed 1 kreditrisikopræmie i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet.

8.4.3.1.2. Kreditrisikopræmie i EY's værdiansættelse og Virksomhed 1 *værdiansættelse*

EY har opgjort Virksomhed 1 kapitalstruktur til 0,0, hvorfor EY ikke har taget stilling til Virksomhed 1 kreditrisikopræmie i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet.

Virksomhed 1 har estimeret kreditrisikoen til BB+ tilsvarende en rentemargin på 2,00 %, baseret på *interest coverage ratios* (rentedækningsgrad).

8.4.3.1.3. Parternes bemærkninger vedrørende kreditrisikopræmie

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fastsættelsen af Virksomhed 1 kreditrisikopræmie.

8.4.3.1.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 *kreditrisikopræmie*

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der til fastsættelsen af Virksomhed 1 afkastkrav skal anvendes en kreditrisikopræmie på 1,79 %.

Kommissionen bemærker indledningsvist, at der findes flere metoder til at opgøre en kreditrisikopræmie.

Kommissionen vurderer, at kreditrisikopræmien skal estimeres på baggrund af markedsbaserede input. Kommissionen vurderer videre, at der skal tages udgangspunkt i peer-grupperne

virksomhedstyper og *Retail-luksusmode,* ligesom ved estimeringen af Virksomhed 1 betaværdi og kapitalstruktur, idet dette sikrer konsistens i de markedsbaserede input, der anvendes ved fastsættelsen af afkastkravet.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer endvidere, at der skal tages udgangspunkt i de selskaber i peer-grupperne, hvor der forud for værdiansættelsesdatoen forelå kreditvurderinger af selskaberne over en 10-årig periode. Kommissionen baserer kreditrisikopræmien på 10-årige amerikanske virksomhedsobligationer inden for sektoren *Consumer Discretionary,* idet minkskind anses som en luksusvare, og Virksomhed 1 derfor tilhører denne sektor. Den 10-årige periode er i overensstemmelse med løbetiden som for den risikofrie rente.

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder herefter, at Virksomhed 1 kreditrisikopræmie skal estimeres ud fra medianen af de tilgængelige kreditrisikopræmier i de anvendte peer-grupper, som herefter udgør 1,79 %. Se figur 18:

Virksomheder	Rating	Spread
Tapestry, Inc.	BBB	1,79%
Ralph Lauren Corporation	A-	1,24%
Burberry Group plc		
TOD'S S.p.A.		
Prada S.p.A.		
Salvatore Ferragamo S.p.A.		
LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne	AA-	1,05%
Compagnie Financière Richemont SA	A+	1,24%
Kering SA	BBB+	1,79%
PVH Corp.	BBB-	1,79%
Moncler S.p.A.		
Hugo Boss AG	BBB	1,79%
Brunello Cucinelli S.p.A.		
Capri Holdings Limited	BB	5,27%
Hermès International Société en commandite par actions		
Christian Dior SE		
Mulberry Group plc		
Virksomhed 8	B	7,34%
Virksomhed 7	BB+	5,27%
Virksomhed 9		
Gennemsnit		2,86%
Median		1,79%

Kilde: Capital IQ

Figur 18

Overerstatnings- og taksationskommissionen estimerer fremmedkapitalomkostningen før skat på baggrund af den risikofrie rente og kreditrisikopræmien til 1,3 %.

8.4.3.2. Skattesats

Ved fastsættelsen af fremmedkapitalomkostningen skal der tages højde for, at renteudgifter er fradragsberettigede. Dette indebærer, at fremmedkapitalomkostningen fastsættes efter skat.

8.4.3.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger til skattesatsen

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 kapitalstruktur til nul, hvorfor kommissionen ikke har taget stilling til Virksomhed 1 skattesats i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet.

8.4.3.2.2. Skattesatsen i Virksomhed 1 værdiansættelse

Marginalbeskatningen er opgjort til 9,24 % i Virksomhed 1 værdiansættelse.

Virksomhed 1 har anvendt den marginale skattesats, da den er fremadskuende og typisk anvendes i værdiansættelsespraksis.

Det følger videre af værdiansættelsen, at den effektive skat, der rapporteres i en virksomheds årsrapport, kan anvendes. Dette kan dog være problematisk på grund af forskellige skattefradrag, og som følge heraf vil det på lang sigt heller ikke være det mest optimale at gøre.

8.4.3.2.3. Skattesatsen i EY's værdiansættelse

EY har opgjort Virksomhed 1 kapitalstruktur til 0,0, hvorfor EY ikke har taget stilling til Virksomhed 1 skattesats i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet.

8.4.3.2.4. Parternes bemærkninger til skattesatsen

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende fastsættelsen af Virksomhed 1 skattesats i relation til afkastkravet.

8.4.3.2.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af skattesatsen

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der til fastsættelsen af Virksomhed 1 afkastkrav skal anvendes en marginal skattesats på 6,8 %.

Overerstatnings- og taksationskommissionen anvender, i overensstemmelse med værdiansættelsespraksis, den marginale skattesats da den er fremadskuende og bedre afspejler den skattemæssige værdi af rentefradraget.

Virksomhed 1 og Virksomhed 2 er beskattet efter forskellige skatteprincipper. Det er alene Virksomhed 2 , der kan udnytte rentefradraget, hvorfor skatteværdien skal afspejle den faktiske fordeling af indtjening mellem de to selskaber.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tager udgangspunkt i den regnskabsmæssige fordeling af EBT, hvor Virksomhed 2 ' andel udgør 31 %. Den danske marginale selskabsskat udgør 22 %. Kommissionen fastsætter derfor den anvendte marginale skattesats som en forholdsmæssig andel heraf, svarende til 31 % af 22 %, hvilket giver en marginal skattesats på 6,8 %.

8.4.3.3. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af afkastkravet på fremmedkapitalomkostning

Overerstatnings- og taksationskommissionen estimerer Virksomhed 1 fremmedkapitalomkostning efter skat på baggrund af den risikofrie rente, kreditrisikopræmien og skattesatsen, og vurderer denne samlet til 1,2 %.

8.4.4. Aktivers betydning for afkastkrav

Det følgende afsnit omhandler, hvorvidt Virksomhed 1 ejendom på Adresse 1 , har betydning for opgørelsen af afkastkravet.

8.4.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af aktivers betydning for afkastkrav

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der ikke skal inkluderes en merværdi for ejendommen i værdiansættelsen af Virksomhed 1 . Kommissionen har lagt vægt på, at en sådan betydelig merværdi ikke er realiseret tidligere, og at det anses for usandsynligt, at en kyndig erhverver ville tillægge en sådan beregning værdi i en transaktion. Kommissionen har bemærket, at en *sale-and-lease-back*-ordning ikke kan øge værdien af Virksomhed 1 , hverken direkte ved et tillæg til værdiansættelsen af Virksomhed 1 eller indirekte ved en lavere diskonteringsrente. En *sale-and-lease-back*-ordning kan efter kommissionens vurdering alene anvendes til at frigøre likviditet på kort sigt. Kommissionen har på denne baggrund vurderet, at der ikke kan lægges vægt på den af Virksomhed 1 estimerede merværdi.

8.4.4.2. Aktivers betydning for afkastkrav i EY's værdiansættelse og Virksomhed 1 værdiansættelse

EY og Virksomhed 1 ses ikke eksplicit at have kommenteret på aktivernes værdi ved fastsættelsen af Virksomhed 1 afkastkrav i deres værdiansættelser.

8.4.4.3. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende aktivers betydning for afkastkrav

Virksomhed 1 har gjort gældende, at det fastsatte afkastkrav, er for højt, idet der ikke er taget højde for, at Virksomhed 1 har et stort aktiv i form af ejendommen på Adresse 1 .

Virksomhed 1 har anført, at der som udgangspunkt ikke tages højde for sammensætningen af aktiver i fastsættelsen af afkastkrav, når værdien af en virksomhed opgøres efter DCF-modellen. Det betyder, at der ikke tages højde for, at Virksomhed 1 har et værdifuldt aktiv, som har en lavere driftsrisiko end selve virksomhedstype virksomheden, og dermed et lavere afkastkrav.

Virksomhed 1 har i forbindelse med oplysning af sagen i 1. instans gjort opmærksom på problemstillingen, og har over for Overerstatnings- og taksationskommissionen anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke har forholdt sig hertil. Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen alene har afvist, at der skal inkluderes en merværdi for ejendommen, og har undladt at forholde sig til, om afkastkravet bør justeres på baggrund af, at Virksomhed 1 har et stort aktiv i form af ejendommen.

Virksomhed 1 har anført, at en investors risiko ved investering i en virksomhed er bestemt af aktiviteten. Såfremt en virksomheds aktivitet alene er ejendomsudlejning, svarer det tilhørende afkastkrav til en udlejningsejendom. Hvis virksomheden også har anden aktivitet, vil en investor kræve et vægtet afkastkrav ud fra risikoen ved de to aktiviteter. Når EY opgør afkastkravet tager de ikke højde for aktivernes sammensætning, men baserer det alene på, hvordan virksomheden

finansieres, altså gæld vs. egenkapital. Det er en normal tilgang, men fordi ejendommens værdi i Virksomhed 1 udgør så væsentlig en andel af totalværdien, skal der justeres herfor. Derfor bliver afkastkravet i værdiansættelsen af Virksomhed 1 for højt.

Virksomhed 1 har videre anført, at virksomheden pr. 31. oktober 2020 havde en bogført egenkapital på 870 mio. kr. Heraf udgjorde den bogførte værdi af ejendommen ca. 483 mio. kr. EY har i deres værdiansættelse opgjort ejendommens værdi til ca. 724 mio. kr. Således er der i relation til ejendommen en meget væsentlig merværdi i forhold til de bogførte værdier. Problemstillingen bliver særlig tydelig, når man ser på købesummens allokering. Erstatnings- og taksationskommissionen har opgjort en værdi af Virksomhed 1 på 1,55 mia. kr., hvoraf ejendommen udgør en værdi på 724 mio. kr. Således er næsten halvdelen af købesummen allokeret til et aktiv – ejendommen – som har en markant mindre risiko end virksomhedstype driften. I praksis betyder det, at EY opgør et afkastkrav for virksomhedstype driften på ca. 18 %, hvilket er urealistisk for verdens største virksomhedstype .

Virksomhed 1 har anført, at PwC, EY og KPMG i forbindelse med opgørelsen af afkastkravet for accessorisk virksomhed har været opmærksomme på, at det har en betydning, om afkastkravet opgøres med eller uden de fysiske aktiver. EY har i deres opgørelse af afkastkravet for accessorisk virksomhed skrevet, at diskonteringsrenten skal afspejle det afkast, en markedsaktør vil anvende på biologiske aktiver (stambesætning/levende avlsdyr) samt den aktivitet, som er knyttet til eventuel accessorisk virksomhed – dog uden at tage højde for fysiske aktiver, idet der allerede for disse aktiver er fastsat et afkastkrav på 5,14 %. KPMG har i deres opgørelse af afkastkravet for accessorisk virksomhed anført, at beta og en markedskonform kapitalstruktur er drevet af aktiviteternes følsomhed overfor markedsdynamikker samt mængden af anlægsaktiver for de enkelte virksomheder (da restværdien af anlægsaktiver bliver kompenseret separat). Det er således åbenbart, at de sagkyndige EY og KPMG er enige i, at det har betydning for afkastkravet, om det opgøres med eller uden de fysiske aktiver. Det er således uforståeligt, at EY som sagkyndig for Minksekretariatet, 1. instans, og PwC som er rådgiver for Fødevarestyrelsen i sagen om Virksomhed 1 , ikke mener, at det er relevant at tage højde for aktiverne i værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Virksomhed 1 har videre anført, at det vedrørende virksomhedstransaktioner er et regnskabsmæssigt krav efter både de internationale og nationale regnskabsstandarder, at det anvendte afkastkrav nogenlunde kan afstemmes med det vægtede afkastkrav på aktiver - *Weighted Average Return on Assets* (WARA). Denne afstemning fungerer som en kvalitetskontrol ved købesumsallokeringer både i regnskabsmæssige og i skattemæssige henseender.

Det skyldes, at det vægtede afkastkrav for aktiverne (WARA) i en virksomhed (aktiv-siden) skal matche det vægtede afkastkrav for passiver i en virksomhed (passiv-siden). Vægtene i beregningen af WARA og WACC er de skønnede markedsværdier. Eksempelvis vil en virksomhed, hvor eneste aktiv er en boligudlejningsejendom med et afkastkrav (eller WARA) på 6 %, også have en WACC på 6 %. Hvis der også er en mink virksomhedstype aktivitet i virksomheden med samme værdi som ejendommen, må WARA være et vægtet gennemsnit af de to aktiver (ejendom og mink virksomhedstype aktivitet), hvorfor WACC må være identisk med det vægtede gennemsnit, altså WARA. Hvis ejendommen på Adresse 1 var i et udskilt ejendomsselskab, var der ingen tvivl om, at afkastkravet skulle fastlægges som et afkastkrav på en investeringsejendom.

Virksomhed 1 har anført, at Fødevarestyrelsens argument om at værdien af en fast ejendom skal være underlagt samme risiko som virksomhedens driftsaktivitet, når ejendommen er "inde" i virksomheden, ikke er korrekt. En sådan antagelse svarer til, at den potentielle salgsværdi af bygningen stiger (eller falder) i takt med, at driftsrisikoen falder (eller stiger) i ejervirksomhedens øvrige aktiviteter. Det er ikke tilfældet, da værdien af fast ejendom ikke er direkte afhængig af virksomhedens driftsmæssige omsætning og indtjening, hvorfor ejendommen ikke følger samme risikoprofil som øvrig virksomhedsdrift. Det vil kun være gældende, hvis ejendommen bliver værdiløs, såfremt driftsaktiviteten i ejendommen ophører.

Da ejendommen, ifølge både EY og Virksomhed 1 værdiansættelser, udgør en væsentlig andel af den totale værdi af Virksomhed 1 , uanset mink virksomhedstype aktivitet eller ej, må dette afstedkomme et lavere afkastkrav for virksomheden samlet set. Alternativt hertil er, som det er anført i Virksomhed 1 værdiansættelse, at merværdien beregnes særskilt og tillægges Virksomhed 1 markedsværdi. Dette er ikke reflekteret i EY's afkastkrav og heller ikke i form af et tillæg.

Virksomhed 1 har videre anført, at der i PwC's indstilling til EY og KPMG vedrørende fastlæggelse af den markedskonforme diskonteringsrente for minkavlernes accessoriske virksomhed, indeholder en konkret forklaring om, at anlægsaktiver skal holdes ude af opgørelsen, da disse kompenseres ved anvendelse af en diskonteringsrente på 5,14 %. PwC's tilgang er således i modstrid med Fødevarestyrelsens argumentation.

Det er sædvanlig praksis at adskille tydeligt definerede dele af en virksomhed, herunder fast ejendom og virksomhedsdrift, i værdiansættelser, f.eks. i forbindelse med overdragelser af virksomheder. Det vil være inkonsistent at tilskrive ejendommen en diskonteringsrente svarende til driftsrisikoen udmålt for en virksomhedstype , når det er i strid med sædvanlig praksis. Det understøttes heller ikke af den tilgang, der er anvendt for minkavlernes accessoriske virksomhed, hvor fysiske aktiver og virksomhedsdrift er adskilt. Det markedskonforme afkastkrav for minkavleres accessoriske virksomhed er således opgjort til 9,8 % uden inkludering af anlægsaktiver, hvilket gør niveauet på 11,5 % for Virksomhed 1 endnu mere uforståeligt.

Virksomhed 1 har endeligt anført, at Erstatnings-og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 skal modtage fuld kompensation, og at denne skal udmåles efter de principper, der gælder for udmåling af ekspropriationserstatning. Derfor skal kompensationen udgøre den maksimale udnyttelse af aktivet, hvorfor det er irrelevant, om den største værdi ligger i frasalg af ejendommen eller benyttelse heraf til virksomhedstype drift. Kompensation bør ligeledes reflektere denne fleksibilitet og økonomiske mulighed. Derfor er det uden relevans for WACC-WARA-beregningen, hvilken værdiansættelsesmetode der anvendes, så længe den pågældende metode tilskriver den højeste forsvarlige værdi af aktiverne. Det er rimeligt at antage, at risikoprofilen på ejendommen afstedkommer et betydeligt lavere afkastkrav end den øvrige virksomhedstype drift, hvorfor anvendelse af en overordnet WACC på 11,5% på Virksomhed 1 indikerer en kraftig overvurdering af risikoprofilen i den øvrige virksomhedstype , når en væsentlig andel af den samlede værdi af Virksomhed 1 udgør en lavere risiko og derfor lavere forrentet fast ejendom.

8.4.4.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende aktivers betydning for afkastkrav

Fødevarestyrelsen har anført, at det ikke er retvisende, når Virksomhed 1 har anført, at hverken EY eller Erstatnings- og taksationskommissionen i forbindelse med fastsættelsen af afkastkravet har forholdt sig til, at Virksomhed 1 ejer et værdifuldt aktiv i form af ejendommen. Det

er Fødevarestyrelsens opfattelse, at Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, men afvist Virksomhed 1 synspunkter.

Fødevarestyrelsen har antaget, at Virksomhed 1 forudsætning om en ekstraordinær værdi relateret til *sale-and-lease-back* baserer sig på en antagelse om, at en professionel udlejer tilsyneladende vil have væsentlig færre omkostninger til drift og vedligeholdelse sammenlignet med de af Virksomhed 1 afholdte omkostninger. Med andre ord er forudsætningen tilsyneladende, at en køber af ejendommen vil være bedre til at drive ejendommen, og at denne merværdi vil tilfalde sælger og ikke køber, som ellers kommer med synergierne.

Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at forudsætningerne og grundlaget for værdiberegningen ikke er dokumenterede. Det er samtidig uklart, hvorfor en tilsyneladende ekstraordinær værditilvækst ikke er realiseret tidligere. Af samme grunde kan det ikke lægges til grund, at en kyndig erhverver ville tillægge en sådan beregning nogen værdi i en transaktion.

Fødevarestyrelsen har anført, at de er enige med EY i, at hvis der mod forventning inkluderes en sådan merværdi, skal der være konsistens mellem fremskrivningen af den markedsleje, som Virksomhed 1 skal betale, og den lejestigning, som er lagt til grund for Virksomhed 1 værdiansættelse af ejendomme, og hvor der er taget udgangspunkt i en stigning på 2,0 %. Fødevarestyrelsen har forstået, at Virksomhed 1 var enig i dette synspunkt. Dette vil, ifølge EY's værdiansættelsesrapport, mindske merværdien af ejendommene.

Fødevarestyrelsen har forstået, at Virksomhed 1 har argumenteret for, at afkastkravet implicit kan beregnes som et vægtet gennemsnit af et afkastkrav til et virksomhedstype og et ejendomsselskab. På den baggrund har Virksomhed 1 udledt et implicit afkastkrav til virksomhedstype driften på 18 %. Fødevarestyrelsen er ikke enig i denne analyse og det opgjorte afkastkrav.

Fødevarestyrelsen er enig i, at afkastkravet for et selskab, der både har driftsaktiviteter relateret til salg af minkskind og samtidig har et særskilt ejendomsselskab, vil kunne estimeres som et gennemsnit af afkastkravet for de to forskellige aktiviteter. Det er imidlertid ikke tilfældet for Virksomhed 1 , som er genstand for værdiansættelsen. Virksomhed 1 er ikke et ejendomsselskab og har ikke særskilte indtægter fra ejendomsudlejning.

Derimod har Virksomhed 1 investeret i et driftsmæssigt aktiv i form af ejendommen, som er nødvendig for den fremtidige drift og de driftsmæssige pengestrømme, som Virksomhed 1 forventer at generere.

Fødevarestyrelsen har anført, at al aktivitet for Virksomhed 1 er virksomhedstype drift. Vægtningen af værdien af ejendommen kontra andre aktiver/aktiviteter er desuden misvisende, da denne vægtning tager udgangspunkt i substansværdien af ejendommen i en sat virksomhedstype drift. Virksomhed 1 har derfor, efter Fødevarestyrelsens opfattelse, sammenblandet to værdiansættelsesmetoder i deres analyse.

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 ikke udlægger Fødevarestyrelsens argumentation korrekt, idet Virksomhed 1 har anført, at Fødevarestyrelsen har argumenteret for, at der ikke skal tages højde for fast ejendom i opgørelsen af afkastkravet for Virksomhed 1 .

Fødevarestyrelsen er enig i, at der skal tages højde for, at Virksomhed 1 ejer fast ejendom ved fastlæggelsen af afkastkravet for Virksomhed 1 .

Hvis man sammenligner ugearet beta for selskaber, som henholdsvis lejer sig ind i ejendomme og andre materielle anlægsaktiver anvendt til driften af selskabet, med ugearet beta for selskaber, som ejer tilsvarende aktiver (eller som har indgået leasingaftaler, som de regnskabsmæssigt behandler, som om de ejede aktiverne i henhold til IFRS 16), vil man se en forskel i opgørelsen af den ugearede beta. Således vil ugearet beta for selskaber, som lejer ejendomme og andre aktiver, typisk være højere end ugearet beta for selskaber, som ejer aktiverne. Årsagen til dette er, at selskaber, der lejer aktiver, har højere driftsmæssig risiko som følge af de faste lejeomkostninger, som skal betales, uanset hvordan selskabet performer.

Fødevarestyrelsen har anført, at i Virksomhed 1 tilfælde ville man opgøre en højere driftsmæssig risiko for Virksomhed 1 , hvis Virksomhed 1 ikke ejede ejendommen, da Virksomhed 1 i givet fald ville have en fast driftsmæssig omkostning til husleje, der skulle afholdes uanset niveauet for indtægterne fra virksomhedstypen .

Det faktum, at Virksomhed 1 ejer fast ejendom, bør ikke reducere det af Erstatnings- og taksationskommissionen opgjorte afkastkrav for Virksomhed 1 . Omvendt ville det øge afkastkravet for Virksomhed 1 , hvis Virksomhed 1 ikke ejede den faste ejendom.

Når man opgør beta for sammenlignelige selskaber, tager man typisk udgangspunkt i selskaber, der følger de internationale regnskabsstandarder (IFRS). For at sikre sammenligneligheden er det et krav for disse selskaber (jf. regnskabsstandarden IFRS 16), at indgåede leje- og leasingaftaler regnskabsmæssigt behandles, som om de var ejede aktiver. Denne effekt kan dog til analyseformål nemt tilbageføres. For selskaber, som har leje- og leasingaftaler, er det derfor muligt enten at estimere en ugearet beta, som er sammenlignelig med andre selskaber med lejeaftaler, eller alternativt at estimere en ugearet beta, som er sammenlignelig med selskaber, som ejer aktiver.

Sidstnævnte vil være en lavere ugearet beta, da en del af risikoen klassificeres som finansiel risiko og derfor fjernes ved estimation af ugearet beta. Det er Fødevarestyrelsens klare opfattelse, at beta opgjort af EY afspejler den lave ugearede beta for selskaber, der ejer aktiver og ikke en højere ugearet beta for selskaber, der lejer aktiver.

Hvis Virksomhed 1 lejede den faste ejendom, skulle dette således afspejles i den opgjorte ugearede beta, der ville være højere og dermed også det opgjorte afkastkrav.

I denne sammenhæng har Fødevarestyrelsen bemærket, at hvis man antager, at Virksomhed 1 ikke ejer ejendommen, vil det ikke være retvisende at estimere ugearet beta baseret på den tidligere anvendte peer-gruppe. Dette gælder, selv når beregningen af den ugearede beta er baseret på en antagelse om, at peer-gruppens leasingaftaler behandles som lejede frem for ejede aktiver.

Da ejendommens værdi udgør en betydelig del af Virksomhed 1 samlede værdi, vil eventuelle huslejebetalinger udgøre en betydelig del af de samlede pengestrømme. Dette medfører, at Virksomhed 1 har en meget høj grad af operationel gearing, hvilket påvirker risikoen og dermed den ugearede beta. Derfor vil det ikke være retvisende, og vil føre til en overvurdering af

Virksomhed 1 værdi, hvis man estimerer den ugearede beta ud fra en peer-gruppe af selskaber, der ikke har en tilsvarende høj operationel gearing. Det er allerede udfordrende at finde peer-gruppe selskaber, der er sammenlignelige med Virksomhed 1 , og det vurderes som meget vanskeligt at finde peer-gruppe selskaber med samme høje operationelle gearing, som Virksomhed 1 ville have.

Fødevarestyrelsen har erklæret sig enig i Virksomhed 1 bemærkning om, at der på virksomhedstransaktioner er et regnskabsmæssigt krav efter både de internationale og nationale regnskabsstandarder, at det anvendte afkastkrav nogenlunde kan afstemmes med det vægtede afkastkrav på aktiver (WARA).

Fødevarestyrelsen har derimod ikke erklæret sig enig i det af Virksomhed 1 anførte om at en virksomhed, hvis eneste aktiv er en boligudlejningsejendom med et afkastkrav (eller WARA) på 6 %, nødvendigvis også må have en WACC på 6 %. Hvis der også er en mink virksomhedstype aktivitet i virksomheden med samme værdi som ejendommen, så må WARA være et vægtet gennemsnit af de to aktiver (ejendom og mink virksomhedstype aktivitet), hvorfor WACC må være identisk med det vægtede gennemsnit, altså WARA.

Fødevarestyrelsen har hertil bemærket, at ovenstående er udtryk for en misforstået forståelse af, hvad en WACC/WARA-analyse udtrykker.

Fødevarestyrelsen har anført, at når der foretages en WACC/WARA-analyse, vægter man afkastkravet for de enkelte aktiver med, hvor stor en andel aktivet udgør af selskabets samlede værdi. Typisk fastlægges afkastkravet til goodwill residualt, og man tester dermed, om det implicitte afkastkrav til goodwill er højere end afkastkravet til de andre mindre risikofyldte aktiver, da det alternativt indikerer, at værdien for de andre aktiver er fastlagt forkert.

Man vægter således afkastkravet for aktiver i en WACC/WARA-analyse. F.eks. vil arbejdskapitalen og materielle anlægsaktiver som ejendomme for mange selskaber kunne realiseres hurtigt og sikkert og derfor være forbundet med en lavere risiko. Derimod er der typisk ikke et likvidt marked for immaterielle anlægsaktiver, for slet ikke at tale om goodwill, hvorfor disse er forbundet med større risiko og dermed højere afkastkrav.

Det er dog væsentligt, at man i en WACC/WARA-analyse ikke kan lave en opdeling på forretningsområder og således opdele Virksomhed 1 i et forretningsområde med henholdsvis ejendomsudlejning og mink virksomhedstype drift. Virksomhed 1 driver ikke ejendomsudlejning, og en WACC/WARA-analyse er ikke udtryk for, at man opdeler et selskab på forretningsområder.

Fødevarestyrelsen har derfor anført, at det ikke er korrekt, når Virksomhed 1 har anført, at det i praksis betyder, at EY opgør et afkastkrav (WACC) for virksomhedstype driften på ca. 18 %.

Ud fra en traditionel WACC/WARA-metodik udtrykker de ca. 18 % det afkastkrav, der implicit anvendes på de andre aktiver, der benyttes ved virksomhedstype drift ud over ejendommen. Dette er bl.a. immaterielle aktiver i form af brand samt goodwill, som typisk vil have et afkastkrav, der er betydeligt højere end afkastkravet for virksomheden som helhed. Baggrunden er, at afkastkravet netop reflekterer risikoen relateret til f.eks. goodwill, som ikke selvstændigt kan overdrages til en uafhængig tredjemand. De 18 % udtrykker derfor ikke afkastkravet til virksomhedstype -driften. Det bemærkes i den forbindelse, at 18 % ikke er et atypisk afkastkrav til immaterielle

aktiver og goodwill i en WACC/WARA-analyse for selskaber, som samtidig har betydelige materielle anlægsaktiver.

Fødevarestyrelsen er enig i, at det i værdiansættelser, f.eks. i forbindelse med overdragelser af virksomheder, kan være relevant at adskille tydeligt definerede dele af en virksomhed (herunder fast ejendom og virksomhedsdrift). Dette gøres dog typisk i situationer, hvor ejendommen ikke er af driftsmæssig karakter, eller hvor selskabet kan fortsætte sin drift uden ejerskabet til ejendommen (f.eks. ved at leje sig ind i en anden billigere ejendom). Dette er ikke tilfældet for Virksomhed 1 , hvor ejendommen netop afspejler et driftsmæssigt aktiv, som er helt og aldeles nødvendigt for driften af Virksomhed 1 .

Fødevarestyrelsen er endvidere enig i, at det er relevant for handelsværdien af et selskab, hvis selskabet f.eks. kan sælge en værdifuld domicilbygning, leje nye lokaler og drive forretningen videre derfra. I dette tilfælde kan det være relevant at fastslå salgsværdien af domicilbygningen separat og herefter værdiansætte de fremtidige pengestrømme, som selskabet forventes at kunne generere inklusive den nye husleje, som selskabet vil skulle betale som følge af et frasalg af domicilbygningen.

Fødevarestyrelsen har anført, at en sådan tilgang ikke kan finde anvendelse i Virksomhed 1 tilfælde. Virksomhed 1 ejendom er en attraktiv bygning bl.a. grundet beliggenheden tæt på København. Fødevarestyrelsen har i forlængelse heraf anført, at bygningen ikke har en signifikant merværdi for en anden køber frem for Virksomhed 1 . Således vurderes en potentiel engangsindtægt fra salg af ejendommen at blive modsvaret af fremadrettede markedsmæssige lejeomkostninger for Virksomhed 1 ved et alternativt lejemål samt omkostninger relateret til flytning samt indretning af et nyt lejemål.

8.4.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af aktivers betydning for afkastkrav

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der ikke skal tages højde for Virksomhed 1 aktiv i form af ejendommen beliggende på Adresse 1 , ved fastsættelsen af afkastkravet.

Kommissionen vurderer, at ejendommens værdi, i forbindelse med opgørelse af afkastkravet, er forbundet med ejendommens funktion som fysisk ramme for driften. Ejendommen er således en nødvendig del af Virksomhed 1 produktionsapparat. Ejendommen er ikke særskilt indtægtsgivende, idet ejendommen ikke genererer en lejeindtægt, hvorfor den ikke særskilt påvirker den driftsmæssige risiko og dermed ejernes afkastkrav, som er en del af WACC.

Hertil kommer, at værdien af ejendommen vil blive beregnet med udgangspunkt i markedslejeniveauet, som Virksomhed 1 tilsvarende skulle betale som en husleje, hvis de valgte at lave en *sale-and-lease-back*, og at Virksomhed 1 derfor blot vil få en kortsigtet likviditetsforøgelse fremfor en højere værdi i en DCF-model.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionen resultat, hvorefter afkastkravet ikke skal justeres på baggrund af, at Virksomhed 1 har et stort aktiv i form af ejendommen.

8.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 *afkastkrav*

Overerstatnings- og taksationskommissionen fastsætter på baggrund af afsnit 8.4.1.-8.4.4. Virksomhed 1 afkastkrav til 8,05 % og ændrer hermed Erstatnings- og taksationskommissionen resultat.

Virksomhed 1 **afkastkrav**	
Risikofri rente	-0,5 %
Markedsrisikopræmie	6,5 %
Ugearet beta	0,84
Kapitalstruktur	0,29
Gearet beta	1,08
Størrelsespræmie	3,49 %
Egenkapitalomkostning	**10,04 %**
Risikofri rente	-0,5 %
Kreditrisikopræmie	1,79 %
Skattesats	6,8 %
Fremmedkapitalomkostning	**1,20 %**
Egenkapitalratio (E/V)	77,5 %
Gældsratio (D/V)	22,5 %
WACC	**8,05 %**

Figur 19

8.5. Terminalværdi

Terminalværdien repræsenterer værdien af de fremtidige pengestrømme efter fremskrivningsperioden og strækker sig uendeligt frem, også kaldet terminalperioden. Terminalværdien beregnes ved at antage en langsigtet og stabil vækstrate, kaldet terminalvæksten, og kan beregnes ved flere metoder.

8.5.1. Erstatnings- og taksationskommissionens forudsætninger ved beregning af terminalværdien

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at Virksomhed 1 terminalvækst skal fastsættes til 1,2 %, i overensstemmelse med den forventede langsigtede inflation, og at der, ved fremskrivningen af terminalværdien, skal anvendes Gordon-Growth-formlen. Kommissionen har lagt til grund, at det i det konkrete tilfælde ikke har væsentlig betydning, om der anvendes Gordon-growth-formlen eller konvergensformlen, men at det vil være mest retvisende at anvende Gordon-growth-formlen. Kommissionen har lagt vægt på, at Gordon-growth-formlen efter kommissionens opfattelse er den mest almindelige at anvende.

8.5.2. Forudsætninger ved beregning af terminalværdien i Virksomhed 1 *værdiansættelse*

Terminalværdien er beregnet ved konvergensformlen i Virksomhed 1 værdiansættelse. Der er anvendt en terminalvækst på 1,0 %, da profitten vurderes udkonkurreret på meget lang sigt. Virksomhed 1 antager dermed, at driftsindtjeningen efter skat i procent af den investerede kapital (RIOC) på lang sigt konvergerer mod WACC.

8.5.3. Forudsætninger ved beregning af terminalværdien i EY's værdiansættelse
Terminalværdien er i EY's værdiansættelse beregnet ved anvendelse af Gordon-Growth-formlen. Der er anvendt en terminalvækst på 1,1 %, som er estimeret på baggrund af den langsigtede inflation.

8.5.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende terminalværdien
Fødevarestyrelsen har anført, at konvergensformlen bør danne grundlag for terminalværdien i værdiansættelser indenfor minksektoren, da styrelsen ikke er stødt på informationer, der underbygger, at virksomheder indenfor minksektoren på lang sigt skulle kunne generere et afkast udover WACC. Alternativt bør det overvejes at anvende en negativ terminalvækst for at afspejle risikoen for politiske initiativer mv., der kunne påvirke minkbranchen negativt.

Fødevarestyrelsen er enig i, at det ikke har stor betydning for værdiansættelsen af Virksomhed 1 , om Gordon-Growth-formlen anvendes, idet Erstatnings- og taksationskommissionen og EY samtidig antager en begrænset EVA i terminalperioden. Fødevarestyrelsen har dog påpeget, at denne terminalværdimetode vil kunne overvurdere værdien betydeligt, hvis den bliver anvendt sammen med en antagelse om en høj RIOC i terminalperioden.

Det er videre anført, at det ved værdiansættelsen bør sikres, at terminalværdiberegningen tager udgangspunkt i et normaliseret niveau af pris og mængder ved udgangen af fremskrivningsperioden.

Der var pr. 4. november 2020 risiko for, at der i løbet af de næste 10 år ville kunne blive taget politiske initiativer enten i EU eller nationalt, der ville stille større krav til produktionen af minkskind, der ville kunne påvirke omkostningssiden og som følge heraf reducere udbuddet.

Endelig har Fødevarestyrelsen anført, at det kan tale for at anvende en mere konservativ tilgang end reflekteret i konvergensformlen, f.eks. ved brug af Gordon-Growth-formlen med negativ vækst, at risikoen er større på lang sigt og dermed bør reflekteres i opgørelsen af terminalværdien for Virksomhed 1 .

8.5.5. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende terminalværdien*
Virksomhed 1 har under partsmøderne den 16. – 18. december 2024 anført, at konvergensformlen er anvendt grundet renteniveauet, og at væksten i terminalværdien tilsvarende skal sættes op, hvis den risikofrie rente korrigeres.

8.5.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af terminalværdien
Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig i Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende anvendelse af Gordon-Growth-formlen og fastsættelse af terminalvæksten til 1,2 %.

Kommissionen har, i lighed med Erstatnings- og taksationskommissionen, ved beregninger konstateret, at det i den konkrete sag ikke har væsentlig betydning, om der anvendes Gordon-Growth-formlen eller konvergensformlen.

8.6. Merværdi for ejendommen i By 1 ved sale-and-leaseback model

8.6.1. Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der ikke skal inkluderes en merværdi af ejendommen i By 1 i værdiansættelsen af Virksomhed 1 . Kommissionen har lagt vægt på, at en sådan betydelig merværdi ikke er realiseret tidligere, og at det anses for usandsynligt, at en kyndig erhverver ville tillægge en sådan beregning en værdi ved en transaktion. Kommissionen har bemærket, at en *sale-and-lease-back* ordning ikke kan øge værdien af Virksomhed 1 , hverken direkte ved et tillæg til værdiansættelsen af Virksomhed 1 eller indirekte ved en lavere diskonteringsrente. En *sale-and-leaseback* ordning kan efter kommissionens vurdering alene anvendes til at frigøre likviditet på kort sigt. Kommissionen har på den baggrund vurderet, at der ikke kan lægges vægt på den af Virksomhed 1 estimerede merværdi.

8.6.2. Merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model i Virksomhed 1 værdiansættelse

Der er i Virksomhed 1 værdiansættelse, i tillæg til den ordinære estimerede egenkapitalværdi af Virksomhed 1 , inkluderet en merværdi for ejendommen i By 1 på ca. 462 mio. kr., som er estimeret ved en *sale-and-leaseback*-analyse.

8.6.3. Merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model i EY's værdiansættelse

EY har ikke medtaget en merværdi for ejendommen i de kapitalbaserede modeller. EY har anført, at de grundlæggende ikke er enige i, at værdien af en virksomhed kan øges som følge af *sale-and-leaseback*. Såfremt der træffes beslutning om inkludering af en merværdi for ejendommen i de kapitalværdibaserede modeller, bør Virksomhed 1 værdiansættelsesrapport opdateres, således at der er overensstemmelse mellem den markedsleje, som Virksomhed 1 skal betale og den markedsleje, der tilfalder en køber. En korrektion heraf vil mindske merværdien af ejendommen.

8.6.4. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model

Virksomhed 1 har under partsmøderne den 16. – 18. december 2024 gentaget, at der er to metoder til at indregne merværdien for virksomhedens store anlægsaktiv. Den første metode er *sale-and-leaseback* metoden, hvor man frasælger ejendommen (evt. til anden virksomhed, som har samme ejer), inden man sælger virksomheden, og derefter udlejer den på markedsvilkår. Den anden metode er at normalisere afkastkravet ved at tage højde for det store anlægsaktiv i form af ejendommen i By 1 .

Virksomhed 1 har i deres værdiansættelse medtaget en merværdi på ejendommen i By 1 ved at benytte en *sale-and-leaseback* model. Samlet opgør Virksomhed 1 merværdien af ejendommen til 462 mio. kr. (SLB-effekten) på baggrund af følgende beregning: Salgsprovenu på 810 mio. kr. + besparelsesværdi på 403 mio. kr. - værdi af markedsleje på 750 mio. kr.

Virksomhed 1 har bl.a. anført, at det er sædvanlig praksis at adskille tydeligt definerede dele af en virksomhed (herunder fast ejendom og virksomhedsdrift) i værdiansættelser, f.eks. i forbindelse med overdragelser af virksomheder.

Virksomhed 1 har anført, at da ejendommen, jf. både EY og Deloittes værdiansættelser, udgør en væsentlig andel af den totale værdi af Virksomhed 1 , uanset mink virksomhedstype aktivitet eller ej, må dette afstedkomme et lavere afkastkrav for virksomheden samlet set. Alternativt hertil

er, som det er anført i Deloittes værdiansættelse, at merværdien beregnes særskilt og tillægges Virksomhed 1 markedsværdi. Dette er ikke reflekteret i EY's afkastkrav og heller ikke i form af et tillæg.

Virksomhed 1 har videre anført, at kompensationen skal udmåles efter de principper, der gælder for udmåling af ekspropriationserstatning. Derfor skal kompensationen udgøre den maksimale udnyttelse af aktivet, hvorfor det er irrelevant, om den største værdi ligger i frasalg af ejendommen eller benyttelse heraf til virksomhedstype drift.

8.6.5. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 forudsætning om en ekstraordinær værdi relateret til *sale-and-leaseback* baserer sig på en antagelse om, at en professionel udlejer tilsyneladende vil have væsentlig færre omkostninger til drift og vedligeholdelse sammenlignet med de af Virksomhed 1 afholdte omkostninger. Med andre ord er forudsætningen tilsyneladende, at en køber af ejendommen vil være bedre til at drive ejendommen, og at denne merværdi vil tilfalde sælger (Virksomhed 1) og ikke køber, som ellers kommer med synergierne. Forudsætningerne og grundlaget for værdiberegningen er ikke dokumenterede. Det er samtidig uklart, hvorfor en tilsyneladende ekstraordinær værditilvækst ikke er realiseret tidligere. Af samme grunde kan det ikke lægges til grund, at en kyndig erhverver ville tillægge en sådan beregning nogen værdi i en transaktion.

Fødevarestyrelsen enig med EY i, at hvis der mod forventning inkluderes en sådan merværdi, skal der være konsistens mellem fremskrivningen af den markedsleje, som Virksomhed 1 skal betale (af Virksomhed 1 ansat til en stigning på 0,75 % p.a.), og den lejestigning, som er lagt til grund for Virksomhed 1 værdiansættelse af ejendomme, og hvor der er taget udgangspunkt i en stigning på 2,0 %. Fødevarestyrelsen forstod på partsmødet i Erstatnings- og taksationskommissionen, at Virksomhed 1 var enig i dette synspunkt. Dette vil mindske merværdien af ejendommene, jf. EY's værdiansættelsesrapport.

Fødevarestyrelsen har endvidere anført, at de er enig i, at det er relevant for handelsværdien af et selskab, hvis selskabet f.eks. kan sælge en værdifuld domicilbygning, leje nye lokaler og drive forretningen videre derfra. I dette tilfælde kan det være relevant at fastslå salgsværdien af domicilbygningen separat og herefter værdiansætte de fremtidige pengestrømme, som selskabet forventes at kunne generere inklusive den nye husleje, som selskabet vil skulle betale som følge af et frasalg af domicilbygningen.

Der er Fødevarestyrelsens vurdering, at en sådan tilgang ikke kan finde anvendelse i Virksomhed 1 tilfælde. Virksomhed 1 ejendom på Adresse 1 er en attraktiv bygning bl.a. grundet beliggenheden tæt på København. Det er imidlertid ikke Fødevarestyrelsens vurdering, at bygningen har en signifikant merværdi for en anden køber frem for Virksomhed 1 . Således vurderes en potentiel engangsindtægt fra salg af ejendommen at blive modsvaret af fremadrettede markedsmæssige lejeomkostninger for Virksomhed 1 ved et alternativt lejemål samt omkostninger relateret til flytning samt indretning af et nyt lejemål.

8.6.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af merværdi for ejendom ved sale-and-leaseback model

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse, hvorefter der ikke inkluderes en merværdi for ejendommen i By 1 i værdiansættelsen af Virksomhed 1 .

Spørgsmålet om merværdi for ejendommen i By 1 er også berørt i forbindelse med behandlingen af aktivers betydning for afkastkravet i afsnit 8.4.4.

8.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens værdiansættelse efter de kapitalværdibaserede modeller

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer på baggrund af afsnit 8.1.-8.6., at værdien (EV) af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 udgør 1.653.574.128 kr. beregnet ved DCF-modellen og EVA-modellen. Se hertil værdiansættelsesberegningen i bilag 1.

9. Relative værdiansættelsesmodeller

Ved anvendelse af relative værdiansættelsesmodeller fastsættes værdien af en virksomhed ved at sammenligne lignende børsnoterede virksomheder eller transaktioner, og tager således udgangspunkt i, hvordan lignende virksomheder er prissat på markedet.

9.1. Erstatnings- og taksationskommissionens værdiansættelse ved relative værdiansættelsesmodeller

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at værdien af Virksomhed 1 baseret på de relative værdiansættelsesmodeller indikerer en EV i intervallet 525-675 mio. kr.

Kommissionen har på den baggrund vurderet, at der ikke er noget der indikerer, at Virksomhed 1 har en højere værdi end værdien opgjort efter de kapitalværdibaserede modeller.

Kommissionen har lagt vægt på, at værdien af Virksomhed 1 ved anvendelse af de relative værdiansættelsesmodeller ligger under værdien af Virksomhed 1 ved anvendelse af de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller.

Kommissionen har vurderet, at værdien ud fra de relative værdiansættelser indikerer, at andre virksomheder i markedet bliver handlet under en forudsætning om enten lavere fremtidige vækstrater og/eller højere risiko end antaget for Virksomhed 1 i de kapitalværdibaserede modeller.

9.2. Relative værdiansættelsesmodeller i EY's værdiansættelse

EY har anvendt følgende tilgang ved de relative værdiansættelsesmodeller:

- Virksomhed 6 (handelsmultipel)
- Modificeret SARD-metode (handelsmultipel)
- Peer-gruppe (transaktionsmultipel)

EY har herefter fundet, at de relative værdiansættelsesmodeller indikerer en EV for Virksomhed 1 i intervallet 525-675 mio. kr.

EY har i EV-intervallet lagt størst vægt på intervallet fra analysen af Virksomhed 6 , eftersom Virksomhed 6 er vurderet til at være den mest sammenlignelige virksomhed til Virksomhed 1 ud fra en

kvantitativ og kvalitativ tilgang. Virksomhed 6 er endvidere det eneste konkurrerende mink virksomhedstype , ligesom de opererer med samme forretningsmodel, virksomhedstype og finansieringsled, som Virksomhed 1 .

9.3. Relative værdiansættelsesmodeller i Virksomhed 1 værdiansættelse

Der er ikke anvendt relative værdiansættelsesmodeller i Virksomhed 1 værdiansættelse.

9.4. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende relative værdiansættelsesmodeller

Virksomhed 1 har i det samlede processkrift til Erstatnings- og taksationskommissionen af 14. august 2023 anført, at forudsætningen for at anvende relative værdiansættelsesmodeller er, at der findes virksomheder, der er sammenlignelige med Virksomhed 1 , hvilket ifølge Virksomhed 1 ikke er tilfældet. Virksomhed 1 har fravalgt de relative værdiansættelsesmetoder, idet de har anført, at det ikke meningsfyldt kan fungere som supplement til anvendelsen af en DCF-model.

9.5. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende relative værdiansættelsesmodeller

Fødevarestyrelsen har anført, at hvis der skal anvendes relative metoder i forhold til værdiansættelsen af Virksomhed 1 , vil det være oplagt med indtjeningsmultipler på sammenlignelige selskaber. Det eneste umiddelbart sammenlignelige selskab er Virksomhed 6 , som imidlertid havde en negativ (eller meget lav) indtjening i 2018 og 2019 samt første halvår af 2020, hvorfor det ikke er meningsfuldt at anvende multipler til at værdiansætte Virksomhed 1 .

9.6. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af relative værdiansættelsesmodeller

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende de relative værdiansættelsesmodeller.

10. Substansværdimodellen

Substansværdimodellen tager udgangspunkt i virksomhedens aktiver og passiver, som de fremgår af balancen. Hvor kapitalværdibaserede modeller estimerer virksomhedens værdi ud fra forventede fremtidige pengestrømme, fokuserer substansværdimodellen på den økonomiske værdi af de ressourcer, virksomheden aktuelt råder over.

10.1. Estimering af Virksomhed 1 substansværdi

10.1.1. Erstatnings- og taksationskommissionen estimering af substansværdi

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at værdien af Virksomhed 1 baseret på substansværdien indikerer en EV i intervallet 1.100–1.424 mio. kr.

10.1.2. Estimering af substansværdi i V1 's værdiansættelse

Virksomhed 1 har ikke anvendt substansværdimodellen i deres værdiansættelse.

10.1.3. Estimering af substansværdi i EY's værdiansættelse

EY har ved substansværdimodellen estimeret Virksomhed 1 EV til intervallet 1.110–1.424 mio. kr. EY's beregning af substansværdien er delt op i nettoanlægsaktiver og nettoarbejdskapital.

Nettoanlægsaktiver omfatter ejendomme, driftsmateriel og inventar, materielle anlægsaktiver (under udførelse og forudbetalt), lejedepositum og andre tilgodehavender og anden gæld.

Nettoarbejdskapital omfatter avlertilgodehavender, kundetilgodehavender, driftsrelateret bankgæld, gæld til avlere og øvrig arbejdskapital.

EY har anført, at den estimerede værdi for Virksomhed 1 i substansværdimodellen svarer til en markedsværdi af ejendommen i By 1 på 723,8 mio. kr., en markedsværdi af driftsmateriel og inventar i intervallet 103,7-182,5 mio. kr., en indløsning/salg af avlertilgodehavender og gæld til avlere til kurs 75-100, samt at den resterende andel af investeret kapital kan indløses/sælges til bogført værdi.

EY har bemærket, at et salg af aktiver til bogført værdi er baseret på en antagelse om et kontrolleret salg over tid.

10.2. Værdien af Virksomhed 1 ejendom i By 1

10.2.1. Erstatnings- og taksationskommissionens estimering af værdien af ejendommen

Erstatnings- og taksationskommissionen har vedrørende vurderingen af Virksomhed 1 ejendom i By 1 gengivet dele af EY's værdiansættelse, hvoraf det følger, at der ved beregningen af substansværdien er taget udgangspunkt i, at ejendommen har en markedsværdi på 723,8 mio. kr.

10.2.2. Estimering af værdien af ejendommen i EY's værdiansættelse

EY's *Real Estate Corporate Finance*-afdeling (EY RECF) har estimeret en indikativ markedsværdi af Virksomhed 1 ejendom i By 1 i tre situationer:

1. Genudlejning på markedsmæssige vilkår: 723,8 mio. kr.
2. Ejendom nedrives, og der opføres boliger som tæt-lav bebyggelse: 199,0 mio. kr.
3. Ejendom nedrives, og er opføres etageboliger: 277,0 mio. kr.

EY har i værdiansættelsen taget udgangspunkt i en markedsværdi af ejendommen på 723,8 mio. kr. Der er dermed ikke taget højde for de to situationer, hvor ejendommen i By 1 nedrives, og hvor der opføres nye boliger. EY har anført, at disse situationer udelukkende vil være relevante i tilfælde af, at det ikke er muligt at genudleje ejendommen.

Det følger videre af værdiansættelsen, at den primære forskel mellem EY RECF's indikative værdi på 723,8 mio. kr. og den indikative værdi i Virksomhed 1 værdiansættelsesrapport på 864,1 mio. kr. skyldes en række reguleringer til markedsværdien. EY RECF's har estimeret en markedsværdi af Virksomhed 1 ejendom i By 1 på 840,7 mio. kr. før reguleringerne på i alt –116,9 mio. kr. vedrørende depositum, tomgang, istandsættelses- og genudlejningsomkostninger samt driftsomkostninger.

10.2.3. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende værdien af ejendommen

Værdien af ejendommen i By 1 indgår i Virksomhed 1 værdiansættelse med 864 mio. kr. ved beregningen efter de kapitalværdibaserede modeller. Virksomhed 1 har ikke opgjort substansværdien.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at værdien af ejendommen i By 1 skal fastsættes i overensstemmelse med ejendommens nuværende anvendelse.

Virksomhed 1 har bemærket, at Virksomhed 1 under oplysningen af sagen ved Erstatnings- og taksationskommissionen over for EY har erklæret sig enige i, at værdien af ejendommen ligger på det af EY vurderede niveau. Der er således enighed blandt de sagkyndige – både EY og Deloitte – om, at værdien af ejendommen skal baseres på de forventede fremtidige lejeindtægter, og at værdien ligger på det af EY opgjorte niveau på 724 mio. kr.

Virksomhed 1 har anført, at der ikke er grundlag for at inddrage en registrering af forurening af ejendommen ved opgørelsen af kompensationen. En forurening skal have en værdiforringende betydning for ejendommen, hvis det skal medføre et fradrag.

Ejendommen er en erhvervsejendom i et industrikvarter og må kun benyttes til erhvervsformål. Der foreligger ikke nogen dokumentation for, at en oprensning er påkrævet, hverken i form af myndighedskrav eller dokumentation for, at forureningen i øvrigt kan forhindre eller begrænse den anvendelse, ejendommen hidtil har været anvendt til.

Det er i den forbindelse sædvanligt, at købere af ejendomme i industriområder accepterer, at en ejendom er forurenet, forudsat at dette ikke er til hinder for den fortsatte benyttelse af ejendommen. Der er ikke grundlag for at påstå, at det måtte være nødvendigt for den fremtidige fortsatte anvendelse af ejendommen at foretage oprensning.

Endelig har Virksomhed 1 anført, at bevisbyrden for en værdiforringelse påhviler staten. Selve det forhold, at der er en registrering på ejendommen, kan herefter ikke tillægges nogen betydning i sagen.

10.2.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende værdien af ejendommen

Fødevarestyrelsen har anført, at EY har opgjort værdien af ejendommen i By 1 , baseret på en værdiansættelse foretaget af EY RECF, med baggrund i genudlejning af ejendommen på markedsvilkår. Fødevarestyrelsen har ikke kendskab til EY RECF's underliggende værdiansættelse, men Fødevarestyrelsen har anført, at det umiddelbart er korrekt, at EY har foretaget reguleringer på 116,9 mio. kr. for at tage højde for depositum, tomgang, samt omkostninger til drift, istandsættelse og genudlejning.

Fødevarestyrelsen har supplerende bemærket, at det efter retspraksis er sædvanligt at foretage fradrag for jordforurening, jf. f.eks. KFE 2008.224 og MAD 2013.1056. At der skal foretages et fradrag for forurening, gælder efter retspraksis selv om ejeren (her Virksomhed 1) ikke havde tænkt sig at sælge ejendommen, og selv om en oprensning ikke ville være nødvendig for uændret brug af ejendommen, jf. U 1998.709 H. Dette skal ses i sammenhæng med, at forurening udgør en forpligtelse for en køber af virksomheden og vil påvirke værdien af virksomheden i handel og vandel. EY har i værdiansættelsen oplyst, at EY er enige i denne betragtning. EY's værdiansættelse indeholder ikke yderligere beskrivelser af betydningen af den konstaterede forurening på Virksomhed 1 ejendom.

Fødevarestyrelsen har opfordret til, at der foretages en vurdering af, i hvilket omfang der skal foretages fradrag som følge af den konstaterede forurening. Fødevarestyrelsen har desuden henvist til fremlagte jordforureningsattester.

Fødevarestyrelsen har tilsvarende opfordret til, at der indhentes en yderligere vurdering af værdien af Virksomhed 1 ejendom.

10.2.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af værdien af ejendommen

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at værdien af Virksomhed 1 ejendom i By 1 kan estimeres i overensstemmelse med EY's værdiansættelse på 723,8 mio. kr.

Kommissionen lægger vægt på, at EY RECF har foretaget en ejendomsmæglervurdering, hvor der ved estimeringen af markedsværdien er taget udgangspunkt i, at ejendommen med bygninger bevares og genudlejes på markedsmæssige vilkår. Kommissionen bemærker, at EY RECF's værdiansættelse af ejendommen og Virksomhed 1 værdiansættelse af ejendommen ligger relativt tæt.

Kommissionen er opmærksom på, at der i de tilfælde, hvor der på en ejendom er registreret jordforurening på grunden, kan blive tale om at foretage et fradrag herfor i kompensationen, såfremt den registrerede jordforurening skønnes at medføre en forringelse af ejendommens værdi.

Hvorvidt der skal foretages et fradrag, må efter kommissionens opfattelse afhænge af bl.a. ejendommens anvendelse og karakter på værdiansættelsestidspunktet.

I den konkrete sag er der tale om en erhvervsejendom beliggende i et industriområde. Ejendommen har en betydelig værdi med store velholdte og til dels nyere bygninger anvendt til virksomhedens drift. Det er kommissionens vurdering, at bygningsmassen udgør en betydelig del af ejendomsværdien. Det bemærkes, at ejendommen også fremover vil være en erhvervsejendom, og dermed ikke overgår til en mere miljøfølsom anvendelse, f.eks. boligbyggeri, som kan føre til krav fra miljømyndighederne om bortskaffelse af jord og/eller oprensning af dele af grunden.

Kommissionen bemærker endvidere, at der i sagen ikke foreligger oplysninger om, at Virksomhed 1 er ansvarlig for jordforeningen og/eller har pligt til at fjerne den. Der ses ikke at være udstedt påbud eller andre tiltag fra myndighederne herom.

Kommissionen finder, at ejendommens værdi skal fastsættes ud fra den aktuelle anvendelse som erhvervsejendom og ikke ud fra ejendommens værdi som byggegrund. Den registrerede jordforureningen ses ikke at begrænse en købers rådighed og brug i forbindelse med anvendelsen som erhvervsejendom.

10.3. Fastsættelse af værdien af driftsmateriel og inventar

10.3.1. Erstatnings- og taksationskommissionens estimering af værdien af driftsmateriel og inventar

Erstatnings- og taksationskommissionen har vedrørende vurderingen af driftsmateriel og inventar gengivet dele af EY's værdiansættelse, hvoraf det følger, at markedsværdien af Virksomhed 1 driftsmateriel og inventar estimeres til intervallet 103,7-182,5 mio. kr.

10.3.2. Estimering af værdien af driftsmateriel og inventar i EY's værdiansættelse

EY har foretaget en analyse af driftsmateriel og inventar, som resulterer i en indikativ markedsværdi på i alt 182,5 mio. kr., hvilket er 78,8 mio. kr. højere end den bogførte værdi pr. værdiansættelsesdatoen på 103,7 mio. kr. jf. Virksomhed 1 årsrapport og værdiansættelse. Analysen er baseret på driftsmateriel og inventar med en kostpris på over 5,0 mio. kr. (i alt 13

aktiver), idet disse udgør henholdsvis 65,5 % og 72,6 % af den samlede kostpris og bogførte værdi for driftsmateriel og inventar, hvilket er vurderet tilstrækkeligt til analysens formål. Markedsværdien af driftsmateriel og inventar med en kostpris på under 5,0 mio. kr. er antaget at være lig med bogført værdi pr. værdiansættelsesdatoen ud fra en væsentlighedsbetragtning.

EY har i substansværdimodellen antaget, at markedsværdien af driftsmateriel og inventar ligger i intervallet 103,7-182,5 mio. kr., hvilket svarer til henholdsvis bogført værdi og markedsværdi estimeret med udgangspunkt i en analyse af de største aktiver under hensyntagen til økonomisk værdiforringelse. Intervallet tager højde for, at det er usikkert, om der bør inkluderes en økonomisk værdiforringelse, og at de af Virksomhed 1 angivne restlevetider for disse største aktiver synes høje.

10.3.3. Virksomhed 1 bemærkninger vedrørende værdien af driftsmateriel og inventar

Virksomhed 1 ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende værdien af driftsmateriel og inventar.

10.3.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende værdien af driftsmateriel og inventar

Fødevarestyrelsen har bemærket, at EY's værdiansættelse af driftsmateriel og inventar baseres på en *Replacement Cost New*-metode, som tager udgangspunkt i en indekseret kostpris på anskaffelsestidspunktet med fradrag af fysisk værdiforringelse baseret på bl.a. levetider estimeret af Virksomhed 1 .

Det er videre anført, at EY anvender et interval mellem den bogførte værdi og estimerede værdi for driftsmateriel og inventar som følge af usikkerhed relateret til estimatet for økonomisk værdiforringelse, og at restlevetiderne estimeret af Virksomhed 1 efter EY's vurdering er for høje.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at der ved denne tilgang ikke tages højde for økonomisk og funktionel værdiforringelse af aktiverne i den mellemliggende periode (fra anskaffelsestidspunktet til værdiansættelsesdatoen), som ville være afspejlet i kostprisen, hvis aktivet skulle anskaffes pr. 4. november 2020. Dette vil potentielt medføre, at kostprisen overestimeres. Set i lyset heraf samt det forhold, at EY har bemærket, at Virksomhed 1 estimerede restlevetider vurderes som værende lange, er der indikationer på, at en rimelig værdi vil ligge i den nedre del af intervallet anvendt af EY.

10.3.5 Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af værdien af driftsmateriel og inventar

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder på baggrund af Fødevarestyrelsens bemærkninger ikke anledning til at ændre intervallet for markedsværdien af Virksomhed 1 driftsmateriel og inventar.

10.4. Værdien af avlertilgodehavender

Avlertilgodehavender består af en forskudsudbetaling til avlere for minkskind. Den bogførte værdi af avlertilgodehavender er i Virksomhed 1 regnskab opgjort til 1.044,7 mio. kr. pr. værdiansættelsesdatoen. Markedsværdien af tilgodehavendet er afhængigt af, hvilken kurs der anvendes.

10.4.1. Erstatnings- og taksationskommissionens estimering af værdien af avlertilgodehavender
Erstatnings- og taksationskommissionen har vedrørende vurderingen af avlertilgodehavender gengivet dele af EY's værdiansættelse, hvoraf det følger, at markedsværdien af avlertilgodehavende svarer til kurs 75-100 af den bogførte værdi.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at anvendelse af den bogførte værdi for avlertilgodehavender i substansværdien, som anført af Virksomhed 1 , udelukkende vil ændre EY's nedre interval for substansværdien, og dermed ikke vil medføre en højere substansværdi, og således ikke kan føre til en anden vurdering.

10.4.2. Værdien af avlertilgodehavender i EY's værdiansættelse
EY har anført, at der er flere indikationer på, at markedsværdien af avlertilgodehavender kan være væsentlig under den bogførte værdi. EY har anført, at det fremgår af EY-Parthenons markedsanalyse, at danske og særligt udenlandske minkavleres økonomi var presset. Der var en forventning om, at ca. 25 % af de danske minkavlere var konkurstruede, men også at de danske minkavleres økonomi var mere velpolstret end de udenlandske avleres. Virksomhed 1 havde hensat et tab svarende til ca. 3 % af avlertilgodehavender.

EY har videre anført, at noget tydede på, at der hos Virksomhed 6 var en forventning om væsentlige tab på avlertilgodehavender, da Virksomhed 6 ' EV pr. værdiansættelsesdatoen udgjorde ca. 25% af den bogførte værdi af den investerede kapital, hvor avlertilgodehavender er det signifikant største aktiv.

EY har antaget, at markedsværdien af avlertilgodehavender pr. værdiansættelsesdatoen svarede til kurs 75-100 af den bogførte værdi.

10.4.3. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende værdien af avlertilgodehavender*
Virksomhed 1 har anført, at EY argumenterer for, at avlertilgodehavender, som indgår i aktiverne som et omsætningsaktiv, skal nedskrives med 25 % med henvisning til, at 25 % af avlerne vil gå konkurs. EY overser, at Virksomhed 1 har pant til sikkerhed for sine tilgodehavender, og at Virksomhed 1 ikke lider tab på avlertilgodehavender, hvorfor der også kun er hensat 3 % i Virksomhed 1 regnskab. Det er derfor den fulde værdi af tilgodehavender, som skal medregnes ved opgørelsen af Virksomhed 1 aktiver. At Virksomhed 1 har anvendt et solidt og robust regnskabsprincip ved at hensætte 3 % af avlertilgodehavenderne ses også af, at 97 % af avlertilgodehavenderne pr. 4 november 2020 er betalt, og at det ovenikøbet har været muligt at indtægtsføre hensættelsen på de 3 %.

Virksomhed 1 har videre anført, at Fødevarestyrelsen under proceduren i Erstatnings- og taksationskommissionen tog oplysninger om, at Virksomhed 1 har pant til sikkerhed for avlertilgodehavenderne til efterretning, og at "man havde misforstået avlertilgodehavenderne".
Det må derfor lægges til grund, at substansværdien af Virksomhed 1 s virksomhed kan opgøres til 1.424 mio. kr. pr. 4. november 2020.

10.4.4 Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende værdien af avlertilgodehavender
Det fremgår af Fødevarestyrelsens sammenfattende processkrift af 28. august 2023 til Erstatnings- og taksationskommissionen, at styrelsen er enig med EY i, at der er flere indikationer på, at avlertilgodehavender ikke bør medtages i værdiansættelsen til den bogførte værdi, herunder med henvisning til, at ca. 25 % af avlerne var konkurstruede på værdiansættelsestidspunktet.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at risikoen for at overvurdere værdien af avlertilgodehavender understøttes af EY's substansværdiansættelse, hvor EY anfører, at markedsværdien af avlertilgodehavender i Virksomhed 1 pr. værdiansættelsesdatoen svarer til kurs 75-100 af den bogførte værdi.

10.4.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende værdien af avlertilgodehavender

Overerstatnings- og taksationskommissionen er enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at kursen på avlertilgodehavender kan skønnes til at ligge i intervallet 75-100.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at der er en vis usikkerhed om, hvordan en kyndig køber ved en værdiansættelse ved substansværdimodellen, ville vurdere risikoen for tab på avlertilgodehavender, selvom der er pantesikkerhed i minkskindene og hensat 3 % til tab. Dette skyldes, at der er tale om et øjebliksbillede og ikke en *going concern*-betragtning.

Kommissionen er i øvrigt enig med Erstatnings- og taksationskommissionen i, at anvendelse af den bogførte værdi for avlertilgodehavender udelukkende vil ændre det nedre interval for substansværdien.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende avlertilgodehavender.

10.5. Værdien af goodwill

10.5.1. Erstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger vedrørende goodwill

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har lagt til grund, at der ikke er grundlag for at opgøre værdien af eventuel goodwill, såfremt virksomhedens kapitalbaserede værdi er lavere end substansværdien. Dette begrundes i, at såfremt Virksomhed 1 goodwill ikke kan genere tilstrækkelige frie pengestrømme i virksomheden til at skabe en kapitalbaseret værdi, vil goodwill ligeledes ikke have en værdi i substansværdien.

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har i den forbindelse bemærket, at Virksomhed 1 trecifrede millionbeløb i årlig indtjening skal ses i sammenhæng med Virksomhed 1 kapitalomkostninger til den investerede kapital. Dette medfører, at der udelukkende i tilfælde, hvor indtjeningen er højere end kapitalomkostningen vil være goodwill-værdi. Flertallet har derfor vurderet, at de historiske trecifrede millionbeløb i årlig indtjening ikke alene er en indikator på en betydelig goodwill-værdi. I et historisk perspektiv har Virksomhed 1 gennemført betydelige anlægsinvesteringer, hvilket har medført en væsentlig stigning i Virksomhed 1 kapitalomkostninger.

10.5.2. Goodwill i EY's værdiansættelse

Der er ikke eksplicit opgjort en værdi af goodwill ved opgørelsen af substansværdien i EY's værdiansættelse.

10.5.3. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende goodwill*

Virksomhed 1 har i deres sammenfattende processkrift af 14. august 2023 til Erstatnings- og taksationskommissionen anført, at EY på grundlag af EY-Parthenons markedsanalyse, kommer frem til, at Virksomhed 1 s virksomhed ikke har nogen goodwill.

Virksomhed 1 har videre anført, at Virksomhed 1 , som det absolut verdensledende virksomhedstype , ifølge EY pludselig ingen goodwill har, og værdien af virksomheden svarer højst til aktivernes værdi opgjort ud fra en likvidationsbetragtning. Virksomhed 1 var den 4. november 2020 på ingen måde nødlidende.

Virksomhed 1 har desuden anført, at de ikke har kommentarer til EY's anvendelse af substansværdimetoden, men har understreget, at metoden ikke indeholder en udmåling af goodwill. Virksomhed 1 har fundet det bemærkelsesværdigt, at EY's analyse viser, at substansværdien er højere end samtlige af de anvendte metoder, som indeholder goodwill.

Virksomhed 1 har i høringssvar af 23. maj 2023 overfor Erstatnings- og taksationskommissionen anført, at substansværdimetoden ikke indeholder en udmåling af goodwill. Med andre ord, så er udgangspunktet for metoden likvidationsværdien, som svarer til en virksomhed, der undergår et kontrolleret nedlukningsforløb.

I høringssvar af 31. januar 2024 til Erstatnings- og taksationskommissionen har Virksomhed 1 anført, at kommissionen ikke har forholdt sig til, om en goodwill-værdi i Virksomhed 1 på ca. 100 mio. kr. i et historisk perspektiv er retvisende, når Virksomhed 1 har opereret med et trecifret millionbeløb i årlig indtjening.

10.5.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende goodwill

Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger til spørgsmålet om goodwill.

10.5.5. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende goodwill

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at goodwill ikke skal medtages i opgørelsen af Virksomhed 1 substansværdi.

Kommissionen bemærker, at Virksomhed 1 pr. værdiansættelsesdatoen ikke har bogført goodwill. En inddragelse af goodwill i værdiansættelsen vil derfor alene vedrøre Virksomhed 1 fremtidige indtjeningsevne.

Kommissionen vurderer, at goodwill ikke skal indgå i opgørelsen af substansværdien, idet den fremtidige indtjeningsevne, og dermed en eventuel merværdi som ligger udover nettoaktiverne, direkte indgår i de indtjeningsbaserede metoder som f.eks. DCF-modellen eller indirekte i markedsbaserede metoder, hvor multipler reflekterer investorernes forventninger til fremtidig indtjening.

Kommissionen bemærker endvidere, at goodwill ikke kan udskilles og sælges som et selvstændigt aktiv på det frie marked.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende goodwill.

10.6. Øvrige aktiver og passiver

Følgende aktiver og passiver indgår endvidere i vurdering af substansværdien:

- materielle anlægsaktiver under udførelse og forudbetalt
- lejedepositum og andre tilgodehavender og anden gæld
- kundetilgodehavender

- driftsrelateret bankgæld
- gæld til avlere
- øvrig arbejdskapital

10.6.1. Erstatnings- og taksationskommissionens estimering af værdien af øvrige aktiver og passiver

Erstatnings- og taksationskommissionen har ved vurderingen heraf gengivet dele af EY's værdiansættelse, hvoraf det følger, at den resterende andel af investeret kapital kan indløses/sælges til bogført værdi.

10.6.2. Værdien af øvrige aktiver og passiver i EY's værdiansættelse

EY har forudsat, at den resterende andel af investeret kapital kan indløses/sælges til bogført værdi på baggrund af følgende antagelser:

- den bogførte værdi af materielle anlægsaktiver under udførelse og forudbetalt er lig med markedsværdien, da aktivmassen er begrænset (bogført værdi på 0,7 mio. kr. pr. værdiansættelsesdato), og da aktiverne er under udførelse eller forudbetalt.
- den bogførte værdi af lejedepositum og andre tilgodehavender og anden gæld er lig med markedsværdien, da der ikke er modtaget information, som indikerer andet.
- den bogførte værdi af kundetilgodehavender er lig med markedsværdien, da der ikke er modtaget information, som indikerer andet
- driftsrelateret bankgæld er bogført til markedsværdi, da der er tale om træk på en kassekredit
- gælden til avlere følger avlertilgodehavender. Da der forventes et tab på avlertilgodehavender, er det ligeledes forventningen, at gælden til avlere bliver tilsvarende mindre (pro rata). Dette ud fra en betragtning om, at det vil være samme avlere, hvor Virksomhed 1 har tilgodehavender for gæld
- den bogførte værdi af øvrig arbejdskapital er lig med markedsværdien

10.6.3. Parternes bemærkninger vedrørende øvrige aktiver og passiver

Virksomhed 1 og Fødevarestyrelsen ses ikke at have haft særlige bemærkninger vedrørende værdien af øvrige aktiver og passiver.

10.6.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende øvrige aktiver og passiver

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, at det kan lægges til grund, at den resterende andel af investeret kapital kan indløses/sælges til bogført værdi.

10.7. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af substansværdien

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder på baggrund af afsnit 10.1.-10.6. Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende intervallet for EV efter substansværdimodellen, dog således at intervallet er 1.110–1.424 mio. kr., som anført i EY's værdiansættelse.

Kommissionen bemærker samtidig, at selv hvis intervallets højeste værdi blev lagt til grund, ville værdiansættelsen af Virksomhed 1 efter substansværdimodellen ikke overstige værdiansættelsen af Virksomhed 1 efter de kapitalværdibaserede modeller.

11. Brugsværdi og 10-faktormodel

Virksomhed 1 har i klagetema 8 anført, at valget mellem at opgøre Virksomhed 1 tab efter handelsværdien eller brugsværdien, skal afgøres ud fra, hvilken metode og beregning, der giver Virksomhed 1 den højeste kompensation. Virksomhed 1 har anført, at brugsværdien udgør 3.603 mio. kr.

11.1. Erstatnings- og taksationskommissionens bemærkninger vedrørende 10-faktormodel og brugsværdi

Erstatnings- og taksationskommissionen har vurderet, at der ikke er grundlag for at beregne kompensationen på grundlag af en 10-faktormodel.

Erstatnings- og taksationskommissionen har anført, at erstatning ved ekspropriation udmåles som udgangspunkt til det afståedes værdi i handel og vandel (handelsværdien) eller brugsværdien for ejeren. Erstatningen kan i konkrete tilfælde beregnes som brugsværdien efter 10-faktormodellen, hvis brugsværdien på grund af særlige forhold er højere end handelsværdien, jf. blandt andet Højesterets dom af 11. maj 2017 (U 2017.2491 H).

Erstatnings- og taksationskommissionen har bemærket, at Højesterets dom af 11. maj 2017 vedrørte fastsættelse af erstatning for ekspropriation af et areal. Kommissionen har desuden bemærket, at spørgsmålet var, om erstatningen skulle fastsættes på grundlag af aktieselskabets indtægtstab ved ikke at kunne indvinde råstoffer (brugsværdi) eller på baggrund af en skønnet handelsværdi for arealet. I den foreliggende sag fandt Højesteret, at forholdene tilsagde, at erstatningen ikke kunne fastsættes til arealets handelsværdi, da det ikke ville give aktieselskabet fuld erstatning. Højesteret lagde blandt andet vægt på, at den skønnede handelsværdi var væsentlig mindre end den indtjening, som aktieselskabet mistede ved ikke at kunne indvinde råstofferne.

Erstatnings- og taksationskommissionen har videre anført, at de faktiske omstændigheder i Højesterets dom af 11. maj 2017 ikke er sammenlignelige med kommissionens udmåling af kompensation til Virksomhed 1 .

Erstatnings- og taksationskommissionen har fundet, at Virksomhed 1 ikke er fremkommet med sådanne særlige oplysninger, der giver grund til at formode, at brugsværdien af virksomheden for Virksomhed 1 den 4. november 2020 udgør en anden værdi end handelsværdien af Virksomhed 1 den 4. november 2020. Kommissionen har i den forbindelse bemærket, at 10-faktormodellen er anvendt af domstolene til at fastslå værdien af en løbende ydelse i mangel af bedre grundlag for værdiansættelsen, således som det fremgår af Højesterets dom af 31. marts 2008 (U 2008.1434 H). Der er intet grundlag for at antage, at denne kapitaliseringsfaktor til brug for værdiansættelse af løbende ydelser giver krav på erstatning for mere end den pågældende ydelses værdi eller for mere end værdien af andre indtægtsstrømme. Kommissionen har fundet, at værdien af Virksomhed 1 fremtidige indtægtsstrømme er belyst ved de kapitalværdibaserede opgørelser, som Virksomhed 1 , EY-Parthenon og KPMG har foretaget, og som opgør værdien af disse indtægtsstrømme principielt uendeligt.

Erstatnings- og taksationskommissionen har fundet, at kommissionens vurdering af værdien af Virksomhed 1 baseret på DCF-modellen indebærer en kompensation af Virksomhed 1 fremtidige indtjening.

Erstatnings- og taksationskommissionen har endvidere lagt vægt på, at anvendelse af kapitalværdibaserede modeller ved værdiansættelse af Virksomhed 1 netop medfører, at Virksomhed 1 opnår fuld erstatning.

11.2. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende 10-faktormodel og brugsværdi*

Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har opgjort handelsværdien på grundlag af en DCF-model med et afkastkrav (WACC) på 11,5 %, og at kommissionen dermed har vurderet, at der er en meget stor risiko ved at drive Virksomhed 1 s virksomhed.

Virksomhed 1 har videre anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen har valgt at se bort fra, at Virksomhed 1 har krav på at få erstattet sit individuelle tab, svarende til den indtjening Virksomhed 1 fremtidigt ville oppebære med tillæg af virksomhedens aktiver (brugsværdien). Erstatnings- og taksationskommissionen har i delafgørelsen anført, at kommissionens vurdering af Virksomhed 1 baseret på DCF-modellen indebærer en kompensation af Virksomhed 1 fremtidige indtjening. Erstatnings- og taksationskommissionen sidestiller fejlagtigt DCF-modellen og den heri indeholdte opgørelse af den fremtidige indtjening med brugsværdien.

DCF-modellen er, ifølge Virksomhed 1 , en kapitalværdibaseret metode til at værdiansætte en virksomhed for at nå frem til handelsværdien. DCF-modellen anvender en beregning af forventningerne til fremtidige frie pengestrømme til virksomheden tilbagediskonteret til nutidsværdi med en diskonteringsrente ud fra en investors risikovurdering. En værdiansættelse af brugsværdien af en virksomhed udgør den værdi, som det eksproprierede/virksomheden rent faktisk havde for ejeren – i modsætning til, hvad en tredjemand ville være villig til at betale (handelsværdien).

Den af Erstatnings- og taksationskommissionen fastsatte kompensation svarer i alt væsentligt til substansværdien af Virksomhed 1 s virksomhed. Substansværdien er opgjort til 1.424 mio. kr., jf. EY's værdiansættelse. I henhold til delafgørelsen er der således ikke nogen fremtidig indtjening i virksomheden, som skal erstattes, eller den er meget lav, ca. 100 mio. kr. Dette står i kontrast til, at den af Erstatnings- og taksationskommissionen fremskrevne indtjening i Virksomhed 1 udgør gennemsnitligt 217 mio. kr. årligt, i alt 2.179 mio. kr., i den fremskrivningsperiode, der er benyttet.

Det ovenfor anførte misforhold mellem den opgjorte fremtidige indtjening, 2.179 mio. kr. og den del af erstatningen, ca. 100 mio. kr., som udgør erstatning for fremtidig indtjening, er årsagen til, at Virksomhed 1 har krav på at få erstattet brugsværdien, hvis Overerstatnings- og taksationskommissionen også når frem til en handelsværdi, som er lavere end brugsværdien.

Virksomhed 1 har videre anført, at det er forkert og i strid med gældende ret, herunder U 2017.2491 H, at Erstatnings- og taksationskommissionen har lagt til grund, at der kræves "særlige forhold" for at anvende brugsværdien ved opgørelse af kompensation. Det fremgår ikke af Højesterets præmisser i dommen, at Højesteret har anført, at der kræves noget "særligt", for at brugsværdien kan anvendes. Tværtimod siger Højesteret blot, at erstatningen skal udmåles efter brugsværdien "hvis forholdene tilsiger det". Der er således ikke nogen særlige materielle betingelser eller forhold, der skal være til stede, førend der kan opstå erstatning for brugsværdien. Opgørelsen af brugsværdien, ligesom handelsværdien, er en opgørelsesmetode, som benyttes for at opgøre en erstatning for ekspropriatens individuelle tab som følge af ekspropriationen.

Betingelsen for at anvende brugsværdien fremfor handelsværdien er kun, at den udgør et højere beløb end handelsværdien.

Den omstændighed, at en virksomhed har særlige forudsætninger eller kompetencer for at tjene penge på sin virksomhed, er med til at afspejle, at værdien er højere for ejeren, end tilfældet ville være for en uafhængig tredjemand. Brugsværdien kan være større end handelsværdien f.eks. som følge af ejendommens særlige karakteristika eller ejerens personlige forhold. Virksomhed 1 er enig i, at en højere brugsværdi, i forhold til handelsværdien, normalt er sammenhængende med, at ekspropriaten har særlige forudsætninger for at opnå bedre resultater end andre, herunder tredjemand/investorer.

Virksomhed 1 var på ekspropriationstidspunktet markedsledende på verdensplan og havde været det gennem årtier. Selvom det ikke i sig selv er en betingelse for at opnå ret til kompensation for brugsværdien af virksomheden, er der således ingen tvivl om, at Virksomhed 1 havde særlige forudsætninger for at opnå bedre resultater end en udefrakommende investor. Det bemærkes videre, at hvis der stilles krav om dokumentation for særlige forhold hos ekspropriaten for at udløse opgørelsen af erstatningen baseret på brugsværdi, er det dokumenteret i sagen, at Virksomhed 1 havde en markedsandel på 75 % af verdensmarkedet på nedlukningstidspunktet og i praksis havde udkonkurreret øvrige væsentlige konkurrenter.

Det er i denne sammenhæng også væsentligt at notere sig, at Virksomhed 1 var i en helt særlig situation, fordi Virksomhed 1 ikke kunne benytte erstatningen til at generhverve en tilsvarende aktivitet, som det oftest er tilfældet for ejere af fast ejendom eller ejere af andre typer af virksomheder. Virksomhed 1 havde dermed ikke mulighed fortsat at udnytte sin unikke position på markedet, og netop i sådanne tilfælde er det relevant at give erstatning for brugsværdien.

Virksomhed 1 har anført, at dommen U 2023.2323 H, som Fødevarestyrelsen har henvist til, angår den helt særlige situation, hvor brugsværdien ikke var udnyttet på ekspropriationstidspunktet. Som anført af Højesteret, kan der alene gives erstatning for brugsværdien, når ejeren på ekspropriationstidspunktet udnyttede ejendommens særlige brugsværdi eller havde såvel vilje som evne til at gøre det inden for overskuelig tid, og at ejeren som følge af ekspropriationen blev afskåret herfra.

Dommen fastslår blot det grundlæggende erstatningsretlige princip, at der ikke opnås erstatning for et tab, der ikke er lidt. Spørgsmålet er ikke, om Virksomhed 1 udnyttede en bestemt brugsværdi på ekspropriationstidspunktet, for det var utvivlsomt tilfældet, når Virksomhed 1 s virksomhed var i drift på dette tidspunkt.

Det er Virksomhed 1 opfattelse, at brugsværdien fremkommer, når en ekspropriation medfører såvel tab af aktiver som en fremtidig indtjening, ved en sammenlægning af værdien af de eksproprierede aktiver og værdien af den tabte fremtidige indtjening.

Til støtte herfor har Virksomhed 1 henvist til dommen i U 2017.2491 H og til, at Højesteret udtalte, at der ved ekspropriation af en råstofejendom skulle gives erstatning for både den mistede indtjening ved fremtidig udvinding af råstoffer og for det areal, der var blevet eksproprieret.

Virksomhed 1 har til støtte for princippet om, at eventuelle aktiver skal tillægges en fremtidig indtjening ved erstatningsopgørelsen, desuden henvist til U 2008.1434 H. Når der i denne afgørelse ikke blev ydet erstatning for mere end lejeindtægten fra parkering på det areal, som blev udsat for en rådighedsindskrænkning, skyldtes det kun, at de bygninger, som blev anvendt til parkeringen, ikke var lovligt opført, jf. herved taksationskommissionens kendelse i den pågældende sag som refereret i domsreferatet. At både aktivets værdi og indtjening skal erstattes, følger af princippet om, at ekspropriaten har krav på fuld erstatning og differenceprincippet. En skadelidt har altid ret til erstatning for selve værdien af dét, der skal erstattes, uanset om dette er et løsøre, en fast ejendom, immaterielle rettigheder eller en virksomhed. Hvis det erstatningsberettigede gode genererede visse indtægter, som fortabes ved den erstatningspådragende handling, skal disse tillige erstattes.

Virksomhed 1 har videre bemærket, at erstatning for forventet indtjening og erstatning for aktivet (ejendommen), udgør grundpillerne i en opgørelse af erstatning efter brugsværdien, jf. de principper Højesteret fastlægger i dommen U 2017.2491 H. I den konkrete sag kunne der selvsagt ikke blive tale om erstatning for en 10-årig periode, fordi indvindingen var tidsbegrænset. Er der derimod tale om råstoffer (eller andet) der ikke er begrænset i tid, som det er tilfældet for Virksomhed 1 , anvendes en periode på 10 år. Virksomhed 1 skal stilles som om det ekspropriative indgreb af 4. november 2020 ikke var blevet foretaget, jf. differenceprincippet. Hvis virksomheden ikke var blevet lukket ned, ville Virksomhed 1 have oppebåret indtjeningen fra sin drift i den relevante periode, for derefter at kunne sælge alle aktiverne, som fortsat ville være til stede på det tidspunkt.

Erstatnings- og taksationskommissionen forholder sig kun til, hvorfor 10-faktormodellen efter kommissionens opfattelse ikke kan anvendes. Kommissionen sidestiller dermed begrebsmæssigt 10-faktormodellen med brugsværdien. 10-faktormodellen er imidlertid ikke udtryk for brugsværdien som begreb. Faktor 10 er en matematisk model, som kan benyttes for at beregne størrelsen på en fremtidig indtjening.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at virksomheden efter 10-faktormodellen har ret til kompensation for indtjeningen beregnet på grundlag af de indtægter, som virksomheden ville have genereret i en 10-årig periode fra den 4. november 2020, samt erstatning for værdien af virksomhedens aktiver. I denne beregning er anvendt virksomhedens historiske nettoindtjening ganget med en faktor på 10. Metoden er almindeligt anerkendt i retslitteraturen og den i praksis oftest anvendte metode til opgørelse af brugsværdien, når der er tale om kapitalisering af en indtjening i en ubestemt periode, jf. bl.a. U 2008.1434 H samt princippet i U 2017.2491 H.

Erstatnings- og taksationskommissionen og Fødevarestyrelsen lægger vægt på, at der i U 2008.1434 H var tale om et tab af indtægter fra en "løbende ydelse" i form af en konkret og tidligere oppebåret lejeindtægt, og at dette skulle medføre en forskel i forhold til Virksomhed 1 . Der er imidlertid ingen juridisk relevant forskel på, om indtægten fra det eksproprierede opnås ved virksomhedsdrift i form af udlejning af parkeringsarealer eller ved salg af skind. Salg af skind genererer en løbende indtægt ligesom lejeindtægter. I begge tilfælde afsættes de respektive ydelser således ikke i en tidsmæssigt afgrænset periode.

Virksomhed 1 har videre bemærket, at det er uden hold i retspraksis, at en anvendelse af 10-faktormodellen skulle forudsætte sandsynliggørelse af en konkret løbende indtægt i årene efter den 4. november 2020, endsige at der skulle være tale om en bestemt type indtægt. Udlejnings-

virksomhed er som al anden virksomhed forbundet med risiko, og Højesteret har ikke i U 2008.1434 H angivet, at karakteren af indtægterne har betydning for det opgjorte tab og brugen af faktor 10.
Faktor 10 er baseret på Højesterets præmisser i U 2002.763 H. Denne dom drejede sig om, hvilken kapitaliseringsfaktor der skulle anvendes ved fastsættelsen af en erstatning for forkert beregning af ejerudgiften ved salg af en fast ejendom. Højesteret benyttede en faktor 10 for at beregne erstatningen.

EY har estimeret værdien af Virksomhed 1 aktiver i intervallet 1.110–1.424 mio. kr. Efter Virksomhed 1 opfattelse må det lægges til grund, at substansværdien kan opgøres til 1.424 mio. kr.

Opgørelsen af den fremtidige indtjening, som er lagt til grund i sagen, har støtte i den historiske indtjening. Virksomhed 1 har under sagen fremlagt dokumentation for, at virksomheden i den 10-årige periode, som ligger forud for den 4. november 2020, havde en samlet indtjening på ca. 1.890 mio. kr. Dette udgør også et objektivt og dokumenterbart bevis for, at Virksomhed 1 måtte forventes at kunne opnå en tilsvarende indtjening i perioden efter den 4. november 2020, som i nominelle priser ville være højere. Det er dermed sandsynliggjort, at der ville være en konkret løbende indtægt i årene efter den 4. november 2020.

Brugsværdien kan opgøres til 3.603 mio. kr., baseret på værdien af virksomhedens aktiver og på grundlag af beregninger af Virksomhed 1 fremtidige indtjening, som er lagt til grund i delafgørelsen, det vil sige værdien af nettoaktiverne på 1.424 mio. kr. med tillæg af den fremtidige indtjening på 2.179 mio. kr. Den beregnede fremtidige indtjening på 2.179 mio. kr. udgør endda isoleret set væsentligt mere end den af Erstatnings- og taksationskommissionen beregnede handelsværdi på 1.555,3 mio. kr. Dette betyder, at Virksomhed 1 har krav på en væsentligt højere kompensation end 1.555,3 mio. kr., selvom der ses bort fra den betydelige værdi, som udgøres af Virksomhed 1 øvrige aktiver.

Virksomhed 1 har videre anført, at Fødevarestyrelsen i deres bemærkninger har tillagt taksationskommissionen for Sjælland mv.'s kendelse af 29. juni 2017 (Masnedø-afgørelsen) stor betydning ved opgørelse af en erstatning for tab af brugsværdi.

Taksationskommissionen i sagen kom frem til, at der i den konkrete sag var grundlag for at udmåle erstatningen til ejerens brugsværdi, fordi erstatning opgjort på grundlag af handelsværdien ikke ville give ejeren fuld erstatning. Ved beregningen af brugsværdien udtalte taksationskommissionen, at den af ekspropriationskommissionen anvendte værdiansættelsesmetode, relativ værdiansættelse - EBIT-multipler, ikke var *dårligere egnet end andre metoder til at fastsætte værdien af den konkrete ejendom* og tog derfor udgangspunkt i denne, men med en større multipel end anvendt af ekspropriationskommissionen.

En relativ værdiansættelsesmodel er en model der anvendes, når man skal fastlægge handelsværdien, ligesom det gælder med DCF-modellen og substansværdien. Hvis man vil beregne brugsværdien for at finde ud af, hvad værdien er for ejeren, giver det ikke mening at anvende én af de metoder, der fastlægger handelsværdien, altså den værdi tredjemand vil betale. Hvis det accepteres, at værdiansættelsesmodeller til at fastlægge handelsværdien lige så vel kan anvendes til at fastlægge brugsværdien, bliver en værdiansættelse efter brugsværdien indholdsløs. Under alle omstændigheder kan det konkluderes, at afgørelsen i Masnedø intet har at gøre

med fastsættelse af en brugsværdi. Den er herefter ikke relevant i forhold til en vurdering af brugsværdien af Virksomhed 1 s virksomhed.

Det er en integreret del af DCF-modellen at justere de fremtidige pengestrømme med tredjemands afkastkrav til den investerede kapital (WACC'en). Afkastkravet kan være større eller mindre og baserer sig på en lang række skønnede subjektive elementer. Ændringer eller justeringer af enkelte af disse elementer har voldsomme konsekvenser for værdiansættelsen af virksomheden. I denne sag har Erstatnings- og taksationskommissionen vurderet, at tredjemand ville have et meget højt afkastkrav (WACC) ved køb af Virksomhed 1 s virksomhed. Dette medfører, at handelsværdien bliver tilsvarende lavere.

Virksomhed 1 har videre anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen fejlagtigt sidestiller de tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme, som benyttes i DCF-modellen, som er baseret på tredjemands afkastkrav (WACC), med brugsværdien. Brugsværdien er baseret på, hvor meget ejerens aktiver var værd, og hvilken indtægt ejeren var i stand til at generere. Brugsværdien består af den fremtidige indtjening, som ejeren mister ved ekspropriationen, og er ikke afhængig af tredjemands afkastkrav (WACC).

Det må anses for bevist, at brugsværdien er højere end den af Erstatnings- og taksationskommissionen beregnede handelsværdi. Det er uforståeligt, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke forholder sig til dette og beregner brugsværdien, men tværtimod kun har anført, at Virksomhed 1 ikke er fremkommet med sådanne særlige oplysninger om Virksomhed 1 s virksomhed, der giver grund til at formode, at brugsværdien af virksomheden for Virksomhed 1 den 4. november 2020 udgør en anden værdi end handelsværdien af Virksomhed 1 den 4. november 2020. Erstatnings- og taksationskommissionens beslutning om at sidestille virksomhedens værdi opgjort efter DCF-modellen, baseret på fremtidige pengestrømme, med brugsværdien for ejeren indebærer, at der i praksis aldrig ville kunne være forskel på handelsværdi og brugsværdi.

11.3. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende 10-faktormodel og brugsværdi

Fødevarestyrelsen har anført, at det er fastslået i retspraksis, at erstatning ved ekspropriation som udgangspunkt udmåles til det afståedes værdi i handel og vandel, men at erstatningen i det konkrete tilfælde kan beregnes som genanskaffelsesværdien eller brugsværdien, hvis forholdene tilsiger det, f.eks. U 2017.2491 H og senest U 2023.2323 H.

Fødevarestyrelsen har bemærket, at det forhold, at handelsværdien er udgangspunktet, i sagens natur indebærer, at der skal være påvist et grundlag for at fravige dette udgangspunkt. Det er Fødevarestyrelsens opfattelse, at Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse er i overensstemmelse med retspraksis.

Der findes ikke en entydig model for opgørelsen af brugsværdien i en situation som den foreliggende, hvor den eksproprierede virksomhed ophører. Et af de få eksempler på virksomhedslukninger, som følge af ekspropriation, er sagen om lukningen af et gartneri i forbindelse med anlæggelsen af en ny Storstrømsbro mellem Falster og Masnedø, jf. herved Taksationskommissionen for Sjælland mv.'s kendelse af 29. juni 2017. I denne sag vurderede Taksationskommissionen, at virksomhedens værdi skulle fastsættes på baggrund af en konkret vurdering af ejerens fremtidige indtjeningsmulighed, brugsværdien.

Taksationskommissionen fandt med udgangspunkt i den af Ekspropriationskommissionens anvendte værdiansættelsesmetode, at der skønsmæssigt kunne fastsættes en multipel på 6 og et gennemsnitligt EBITDA på 11.400.000 kr. Herefter kunne erstatningen for ejendommen, og den tilhørende virksomhed passende sættes til 68.400.000 kr.

Hvis der anvendes en tilsvarende værdiansættelsesmetode i den foreliggende sag og dermed tages udgangspunkt i et gennemsnitligt EBITDA baseret på Virksomhed 1 seneste regnskabsår før den 4. november 2020 og en multipel på 6, fører dette til en værdiansættelse i et betydeligt lavere niveau, end det som eksempelvis fremgår af Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse af 12. marts 2024, jf. herved oversigten i EY's værdiansættelsesrapport over Virksomhed 1 historiske driftsindtjening efter skat i perioden 2016-2019.

For så vidt angår brugsværdi og en kapitaliseringsfaktor på 10, som blev anvendt i Højesteretsdommene U 2002.763 H og U 2008.1434 H, angik disse domme kapitaliseringsfaktoren for en årlig løbende ydelse og ikke fastsættelsen af værdien af en virksomhed. I U 2008.1434 H var udgangspunktet kapitaliseringen en konkret, og tidligere oppebåret, årlig lejeindtægt for fem parkeringspladser. Det er bl.a. på denne baggrund Fødevarestyrelsens vurdering, at principperne fra disse domme ikke uden videre kan overføres til sagerne om fastsættelse af kompensation til følgeerhvervsvirksomheder.

Der er i den foreliggende sag ikke en årlig lejeindtægt eller ydelse, som uden videre kan ganges med 10. Virksomhed 1 gør derimod gældende, at det er virksomhedens skønnede årlige nettodriftsindtjening, som skal ganges med 10, med tillæg af handelsværdien af virksomhedens aktiver opgjort ud fra substansværdimodellen, og at dette beløb ud fra lighedsbetragtninger skal beregnes på baggrund af et historisk gennemsnit af indtjeningen i 2010-2019. Der er, hverken efter retsgrundlaget om kompensation til følgeerhvervsvirksomheder eller markedssituationen pr. 4. november 2020, belæg for at beregne virksomhedens skønnede nettoindtjening på grundlag af den historiske periode fra 2010-2019. Bl.a. tager denne beregning ikke højde for, at det i begge uafhængige markedsanalyser er lagt til grund, at det ekstraordinære opsving i starten af 2010'erne ikke kunne forventes at gentage sig. Beregningen tager heller ikke højde for, at skindmængder og -priser var på et meget lavt niveau i årene op til den 4. november 2020, og at der ikke var udsigt til markante stigninger. Hverken i ovennævnte taksationskendelse fra 2017, om gartneri ved Masnedø, eller i U 2017.2491 H, om råstofindvinding, blev der anvendt en kapitaliseringsfaktor på 10.

Der er i Erstatnings- og taksationskommissionens delafgørelse, i beregningen af virksomhedens fremtidige pengestrømme, bl.a. taget højde for de særlige fordele, som Virksomhed 1 også selv har haft i sin egenskab af andelsselskab, for så vidt angår Virksomhed 1 , idet pengestrømmene i fremskrivningsperioden er beregnet ud fra en forudsætning om andelsbeskatning. Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af Virksomhed 1 handelsværdi tager desuden udgangspunkt i forudsætningen om en kyndig erhverver, dvs. en køber, som ville have haft indgående kendskab til branchen.

Fødevarestyrelsen har bestridt Virksomhed 1 synspunkt om, at det følger af retspraksis, at brugsværdien udgør Virksomhed 1 skønnede indtjening i 10 år med tillæg af handelsværdien af Virksomhed 1 aktiver opgjort ud fra substansværdimodellen. Det vil være forkert at give Virksomhed 1 kompensation for både den fremtidige indtjening og substansværdien af de aktiver, som antages at skulle genere den fremtidige indtjening.

I sagen U 2017.2491 H om erstatning for ekspropriation af et areal til råstofindvinding foretog Højesteret en helt konkret vurdering af, hvilken brugsværdi, herunder hvilket afkast den pågældende virksomhed måtte forventes at have haft af arealet, hvis der ikke var sket ekspropriation. Dette var muligt at tage konkret stilling til, da indvindingen af råstoffer skulle være sket over en kortere årrække, hvorefter arealet skulle have været solgt. I denne sag blev ejeren ikke tilkendt en skønnet forventet indtjening i 10 år med tillæg af den fulde værdi af virksomhedens aktiver. Ejeren blev derimod tilkendt erstatning med udgangspunkt i ejerens berettigede forventninger om at kunne indvinde råstoffer i en bestemt, kortere årrække og med tillæg af restværdien af arealet efter endt indvinding. Skal man følge Virksomhed 1 synspunkter, burde ejeren have været tilkendt en forventet indtjening i 10 år med tillæg af den fulde værdi af arealet før indvinding. Det er bl.a. på denne baggrund korrekt, at Erstatnings- og taksationskommissionen har afvist Virksomhed 1 udlægning af denne dom.

Fødevarestyrelsen har endvidere henvist til MAD 2011.1650 OTK, som et yderligere eksempel på, at der ikke gives erstatning for både handelsværdien og brugsværdien. Sagen angik ekspropriation af et underjordisk garageanlæg som led i Århus Kommunes beslutning om at etablere en tunnel. Spørgsmålet var, om brugsværdien af parkeringspladserne var højere end handelsværdien. Det vurderede kommissionen var tilfældet. Det var derfor parkeringspladsernes brugsværdi, afkastningsværdien, som blev erstattet.

Fødevarestyrelsen har anført, at handelsværdien uomtvisteligt er det retlige udgangspunkt, jf. senest U 2023.2323 H. Spørgsmålet er alene, hvornår der er grundlag for at fravige dette udgangspunkt, dvs. med Højesterets ord, hvornår *forholdene tilsiger*, at det i stedet er virksomhedens brugsværdi, der skal erstattes. Fødevarestyrelsen bestrider i den forbindelse ikke, at det er brugsværdien, afkastningsværdien, der skal erstattes, hvis denne vurderes at være højere. Ofte vil handelsværdien og brugsværdien være identiske, da det tit er ejendommens brugsværdi eller afkast, der er afgørende for den pris, som ejendommen kan sælges til.

Fødevarestyrelsen er ikke enig i Virksomhed 1 betragtning om, at Erstatnings- og taksationskommissionen fejlagtigt har sidestillet de tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme, der benyttes i DCF-modellen, som er baseret på tredjemands afkastkrav (WACC), med brugsværdien. Styrelsen har videre bemærket, at det både er korrekt og gængs markedspraksis at estimere brugsværdi på baggrund af DCF-modellen. Fødevarestyrelsen har henvist til regnskabsvejledningen for klasse B og C-virksomheder, FSR, februar 2020, hvor den regnskabsmæssige metode til opgørelse af henholdsvis handelsværdi og brugsværdi understøtter, at DCF-modellen kan anvendes til at beregne brugsværdien og handelsværdien af en virksomhed.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at de faktorer, som normalt ville øge værdien i en estimering af brugsværdien frem for handelsværdien, allerede er indregnet i delafgørelsen om kompensation til Virksomhed 1 på 1.555,3 mio. kr. Den af Erstatnings- og taksationskommissionen opgjorte handelsværdi afspejler, at Virksomhed 1 forventes at generere gennemsnitlige pengestrømme på 77 mio. kr. i perioden 2021-2025 og gennemsnitlige pengestrømme i perioden 2026-2030 på 234 mio. kr. De gennemsnitlige frie pengestrømme anvendt i delafgørelsen er således på 156 mio. kr. for perioden 2021-2030.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at Virksomhed 1 har argumenteret for, at brugsværdi bør være uafhængig af tredjemands afkastkrav. Fødevarestyrelsen har hertil bemærket, at de risikofaktorer, som Virksomhed 1 er eksponeret overfor, er de samme, som en uafhængig

investor vil være eksponeret overfor, foruden forhold vedrørende korrektion for illikviditet og selskabsspecifikt risikotillæg, som ikke medtages i Erstatnings- og taksationskommissionens opgørelse af afkastkravet. Dermed afspejler det anvendte afkastkrav allerede de risici, som Virksomhed 1 som ejer vurderes at være eksponeret overfor.

På den baggrund er det Fødevarestyrelsens opfattelse, at den af Erstatnings- og taksationskommissionen opgjorte værdi af Virksomhed 1 allerede tager højde for de forhold, som kunne føre til en brugsværdi, som vurderes at være højere end handelsværdien af Virksomhed 1 .

11.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende brugsværdi

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at brugsværdien og handelsværdien for Virksomhed 1 er identiske. Der findes således ikke at være forhold, som tilsiger, at brugsværdien skulle være større – eller mindre – end handelsværdien.

Det er kommissionens opfattelse, at brugsværdien er den specifikke værdi, som et aktiv har for ejeren, baseret på den særlige anvendelse eller udnyttelse, som ejeren har af aktivet. Brugsværdien afspejler således det afkast, aktivet giver ejeren. Brugsværdien kan være højere end handelsværdien, hvis aktivet har en særlig betydning eller anvendelse for ejeren, som ikke kan afspejles i markedsprisen. Efter ekspropriationsretlige principper er det den altovervejende hovedregel, at erstatningen fastsættes ud fra handelsværdien. Hvis brugsværdien er højere end handelsværdien, er det brugsværdien, der skal erstattes. Typisk vil handelsværdien og brugsværdien dog være identiske.

Kommissionen finder, at der ikke både kan gives kompensation for en virksomheds brugsværdi og substansværdi.

Kommissionen er opmærksom på, at Virksomhed 1 produktionsapparat, herunder bygninger, er nødvendige for virksomhedens indtjening, og uden produktionsapparatet ville der ikke være en indtjening. Det er kommissionens opfattelse, at DCF-modellen på korrekt vis tager højde for dette. DCF-modellen opgør virksomhedens værdi som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme fra driften, som i princippet strækker sig uendeligt. Produktionsapparatet er nødvendigt for at generere disse pengestrømme. En væsentlig del af værdien udgøres af terminalværdien, der repræsenterer værdien af alle pengestrømme efter fremskrivningsperioden 2021-2030. Den samlede virksomhedsværdi beregnes ved at summere nutidsværdien af de frie pengestrømme i både fremskrivningsperioden og terminalperioden. Hvis brugsværdien skal være større end handelsværdien, ville det kræve, at der er forhold, eller omstændigheder, som for den nuværende ejer medfører en ekstra værdi, som fremtidige ejere ikke (fuldt ud) vil få, og dermed vil den fulde værdi for den nuværende ejer ikke kunne indregnes i handelsværdien. Det kunne f.eks. være tale om ejendommens særlige karakteristika eller ejerens personlige forhold, f.eks. særlige færdigheder og viden (*knowhow*) tilknyttet en enkelt person, typisk ejeren (sælgeren), som ikke er overførbare.

Kommissionen finder det ikke godtgjort, at der i den konkrete sag foreligger sådanne forhold.

Det af Virksomhed 1 anførte om, at Virksomhed 1 s virksomhed var markedsledende på værdiansættelsestidspunket, finder kommissionen ikke kan føre til et andet resultat. At en virksomhed er markedsledende, medfører efter kommissionens opfattelse ikke, at brugsværdien

dermed er højere end handelsværdien. Kommissionen finder, at en kyndig køber også vil tage et sådant forhold med i overvejelserne ved værdiansættelsen af virksomheden.

Virksomhed 1 har anført, at Erstatnings- og taksationskommissionen fejlagtigt sidestiller de tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme, som benyttes i DCF-modellen, som er baseret på tredjemands afkastkrav (WACC), med brugsværdien. Virksomhed 1 har desuden anført, at brugsværdien er baseret på, hvor meget ejerens aktiver var værd, og hvilken indtægt ejeren var i stand til at genere, og at brugsværdien består af den fremtidige indtjening, som ejeren mister ved ekspropriationen, og er ikke afhængig af tredjemands afkastkrav (WACC).

Kommissionen bemærker hertil, at en ejer sædvanligvis vil forvente et markedsmæssigt afkast/forrentning af sin investering, og at Virksomhed 1 efter det oplyste har været drevet som en fuld kommerciel virksomhed. Hvis det var muligt for en ejer (sælger), i forbindelse med opgørelsen af brugsværdien, blot at reducere sit afkastkrav i forhold til en uvildig købers afkastkrav, ville følgen heraf være, at en ejer altid ville kunne hævde, at brugsværdien er større end handelsværdien, idet et lavere afkastkrav alt andet lige vil medføre en højere værdiansættelse. Dette ville efter kommissionen vurdering ikke være retvisende for virksomhedens værdi ved beregningen af kompensationen.

Kommissionen finder endvidere, at kompensationen til Virksomhed 1 ikke kan beregnes på grundlag af en 10-faktormodel. De af Virksomhed 1 anførte domme og taksationskendelser findes ikke sammenlignelige med den konkrete sag. Det er i øvrigt kommissionens opfattelse, at en 10-faktormodel ikke finder anvendelse ved værdiansættelsen af en virksomhed som Virksomhed 1 , hvor indtjeningen er knyttet til et volatilt marked.

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder herefter, at brugsværdien for Virksomhed 1 svarer til værdien opgjort ved de kapitalværdibaserede modeller.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder med de ovenfor anførte bemærkninger herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat og begrundelse vedrørende 10-faktormodel og brugsværdi.

12. Overerstatnings- og taksationskommissionens værdiansættelse af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer på baggrund af afsnit 7-11, at værdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020 skal fastsættes til 1.653.574.128 kr. ved brug af DCF-modellen, idet denne værdiansættelsesmodel giver den højeste værdi.

Overerstatnings- og taksationskommissionen ændrer herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat vedrørende fastsættelsen af værdien af Virksomhed 1 pr. 4. november 2020.

13. Køberskatteaktiv (TAB)

Virksomhed 1 har i klagetema 10 gjort gældende, at der ved værdiansættelsen også skal kompenseres for værdien af et potentielt køberskatteaktiv (*Tax Amortisation Benefit - TAB*).

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, at der indledningsvis er behov for en nærmere beskrivelse af, hvad der forstås ved et køberskatteaktiv.

Det er Overerstatnings- og taksationskommissionens opfattelse, at et køberskatteaktiv er den økonomiske fordel, som en køber af en virksomhed eller en virksomheds aktiver opnår ved, at køberen får mulighed for fremadrettet skattemæssigt at afskrive på aktiverne. Et køberskatteaktiv er således et udtryk for nutidsværdien af de fremtidige skattebesparelser, som køber opnår ved det forøgede afskrivningsgrundlag. Køberen kan fratrække disse skattemæssige afskrivninger i sin skattepligtige indkomst i de efterfølgende år, og dermed reducere sin samlede fremtidige skattebetaling.

Det er en forudsætning, at køber dels er selskabsbeskattet, og dels har en positiv skattepligtig indkomst, der overstiger de skattemæssige afskrivninger.

Ved salg af en virksomhed kan overdragelsen ske ved en *kapitaloverdragelse* eller en *aktivoverdragelse.*

En kapitaloverdragelse indebærer, at køberen erhverver ejerandelene (aktier eller anparter) i selskabet. Dermed overtager køberen den juridiske enhed med alle dens aktiver, passiver, rettigheder og forpligtelser. Der opstår ikke et køberskatteaktiv ved en *kapitaloverdragelse,* da der i sådanne tilfælde ikke sker en ændring i det skattemæssige afskrivningsgrundlag.

En aktivoverdragelse indebærer, at køberen erhverver udvalgte aktiver og eventuelle passiver direkte fra virksomheden. Det kan være driftsmidler, varelager, immaterielle rettigheder, kundekontrakter mv. Der kan opstå et køberskatteaktiv ved en aktivoverdragelse, da køberen får et nyt skattemæssigt afskrivningsgrundlag i forbindelse med transaktionen.

Værdien af køberskatteaktivet beregnes som nutidsværdien af de fremtidige skattebesparelser, som ikke allerede er inkluderet i værdiansættelsen, og som en køber opnår ved at kunne afskrive på aktivets værdi (købesummen af aktivet). Købers skattemæssige afskrivninger baseres på den anskaffelsessum, der allokeres til de overtagne aktiver ved transaktionen. Sælger bliver tilsvarende skattepligtig af eventuelle genvundne afskrivninger på de overdragne aktiver og beskattes dermed af den skattemæssige gevinst, der opstår ved forskellen mellem afståelsessummen og aktivernes skattemæssige værdi.

For at køber vil være villig til at betale for køberskatteaktivet, vil det vil desuden kræve, at den pågældende køber, fremadrettet har mulighed for at udnytte skatteaktivet ved at kunne afskrive på merværdier af de erhvervede aktiver. Dette vil således afhænge af købers individuelle forhold.

13.1. Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering vedrørende tillæg af et potentielt køberskatteaktiv

Erstatnings- og taksationskommissionen har ikke tillagt kompensationen til Virksomhed 1 en værdi for et potentielt køberskatteaktiv, og emnet ses ikke omtalt i Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse.

13.2. Køberskatteaktiv i EY's værdiansættelse og Virksomhed 1 værdiansættelse

EY's værdiansættelse omfatter ikke et potentielt køberskatteaktiv.

Virksomhed 1 har ikke beregnet værdien af et potentielt køberskatteaktiv. Det fremgår af deres erstatningsopgørelse af 4. november 2022, at der som komponent i den samlede betaling skal indgå *"ikke analyseret merværdi fra skatteaktivet som modtagerselskabet opnår"*.

13.3. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende et potentielt købeskatteaktiv*

Virksomhed 1 har gjort gældende, at der ved værdiansættelsen skal kompenseres for værdien af et potentielt køberskatteaktiv. Kravet er gjort gældende i forbindelse med sagens behandling ved Overerstatnings- og taksationskommissionen, da Virksomhed 1 , efter Erstatnings- og taksationskommissionen delafgørelse, er blevet bekendt med, at Minksekretariatet i 1. instans har opfordret følgevirksomhederne til at beregne værdien af køberskatteaktivet.

Virksomhed 1 har anført, at det forekommer overraskende, at Erstatnings- og taksationskommissionen ikke af egen drift har taget stilling til, om Virksomhed 1 er berettiget til at modtage kompensation for køberskatteaktivet.

Problemstillingen vedrørende køberskatteaktiver har været indgående behandlet i de seks prøvesager ved Erstatnings- og taksationskommissionen. Både i forhold til de følgevirksomheder, der er organiseret som aktie- og anpartsselskaber, og de, der er organiseret som andelsselskaber.

Virksomhed 1 har gjort gældende, at køberskatteaktivet skal opgøres ud fra en forudsætning om, at den hypotetiske køber er et aktie-/anpartsselskab, og derfor har mulighed for at udnytte de skattemæssige afskrivninger, som erhvervelsen af aktiverne medfører. FS Ejendomsselskab A/S, der har erhvervet Virksomhed 1 aktiver, er rent faktisk et aktieselskab, som kan udnytte de skattemæssige afskrivninger. Skatteaktivet er uafhængigt af sælgers beskatningssituation, og det er uden betydning, om sælger bliver beskattet af merværdien. Det afgørende er, at køber får et afskrivningsgrundlag og dermed opnår et skattefradrag.

Endeligt har Virksomhed 1 gjort gældende, at en uafhængig køber i en sædvanlig handelssituation vil være parat til at betale for køberskatteaktivet, ligesom en uafhængig sælger vil kræve dette. Værdien af køberskatteaktivet svarer til nutidsværdien af de skattemæssige afskrivninger, som køber opnår ved overdragelsen.

13.4. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende et potentielt køberskatteaktiv

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke er grundlag for at kompensere for et køberskatteaktiv.

Fødevarestyrelsen har anført, at spørgsmålet om udmålingen af kompensation for et køberskatteaktiv ikke tidligere har været rejst i den foreliggende sag, men har været et tema i de øvrige udvalgte prøvesager. I EY's værdiansættelsesrapporter i de øvrige udvalgte prøvesager er køberskatteaktivet og principperne for udmålingen af køberskatteaktivet beskrevet på følgende måde:

> *"Skat i forbindelse med aktivoverdragelse*
>
> *Ifølge dansk lovgivning er det tilladt for aktieselskaber at foretage skattemæssige afskrivninger på erhvervede aktiver. Dette medfører, at en hypotetisk køber i visse situationer vil opnå en skattebesparelse svarende til 22,0% af forskellen mellem den hypotetiske køber og sælgers skattemæssige afskrivninger. Skattefordelen kaldes Tax Amortisation Benefit (TAB) og bør inkluderes i opgørelsen af virksomhedens værdi ved en aktivoverdragelse, idet en hypotetisk køber vil være villig til at betale for de skattemæssige fordele, der opnås ved erhvervelse af aktivet.*

Værdien af TAB er afhængig af, hvilket skattemæssigt princip og selskabsform der anvendes i værdiansættelsen.

Hvis det antages, at den hypotetiske køber er et aktieselskab, kan TAB estimeres ud fra nutidsværdien af de fremtidige skattemæssige afskrivninger, som ikke allerede er inkluderet i værdiansættelsen. De skattemæssige afskrivninger er baseret på forskellen mellem den skattemæssige værdi af aktiverne før og efter overdragelsen, hvor afskrivningshorisonten generelt afhænger af, hvorvidt der er tale om fysiske eller immaterielle aktiver og af selskabsskattesatsen på 22,0 %.

Hvis det derimod antages, at den hypotetiske køber er et andelsselskab, vil TAB ikke have nogen værdi, idet den hypotetiske køber bliver formuebeskattet og dermed ikke vil opnå de skattemæssige afskrivningsfordele i forbindelse med de erhvervede aktiver."

Fødevarestyrelsen har anført, at styrelsen kan tilslutte sig denne beskrivelse.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at baggrunden for diskussionen om TAB i EY's værdiansættelsesrapporter i de udvalgte prøvesager er beskrevet på følgende måde i EY's værdiansættelsesrapport i én af de udvalgte prøvesager:

"Det forstås, jf. høringssvar af den 19. januar 2023, vedrørende erstatningsopgørelsen for Virksomhed 1 *, at retsgrundlaget lægger op til en aktivoverdragelse, således at Fødevarestyrelsen ikke erhverver aktierne/anparterne i følgeerhvervsvirksomhederne, men derimod de enkelte aktiver. Værdiansættelsesobjektet i Nærværende Rapport udgør derfor [virksomhedens] aktiver."*

Fødevarestyrelsen har i høringssvaret af 19. januar 2023 redegjort for, at det følger af retsgrundlaget, at staten - som en følge af, at der udbetales kompensation - overtager minkvirksomhedernes og følgeerhvervsvirksomhedernes aktiver. De regler hænger sammen med, at det ikke har været tanken, at staten skal fortsætte mink- eller følgeerhvervsvirksomheder, som efter reglerne forudsættes at være nedlukkede.

Dette er imidlertid ikke ensbetydende med, at vurderingen af handelsværdien af minkvirksomhederne og følgeerhvervsvirksomhederne skal værdiansættes ud fra en forudsætning om, at der er tale om en aktivoverdragelse, hvor staten som køber opnår et forøget afskrivningsgrundlag på aktiverne i forbindelse med overtagelsen af den konkrete virksomhed. Tværtimod fremgår det entydigt af retsgrundlaget, at den vurdering, der skal foretages, følger sædvanlige ekspropriationsretlige principper. Fødevarestyrelsen har henvist til nedlukningsbekendtgørelsens § 14 (nugældende § 16).

Fødevarestyrelsen har videre anført, at der skal foretages en vurdering af Virksomhed 1 - og de øvrige følgeerhvervsvirksomheders - handelsværdi svarende til vurderingen i en sædvanlig ekspropriationssag. Der er ikke grundlag for at tillægge den udmålte kompensation den skattemæssige værdi af muligheden for afskrivninger med henvisning til principperne for aktivhandler, fordi staten som modstykke til den udmålte kompensation overtager virksomhedens aktiver. Langt de fleste virksomhedshandler indebærer desuden en transaktion af egenkapitalen. Ved en sådan overdragelse opnår køber ikke skattemæssige afskrivninger på merværdierne. Ved en sædvanlig aktivoverdragelse vil køberens skattemæssige afskrivningsgrundlag afspejles i købsprisen, mens der ved en overdragelse af kapitalandele ikke vil ske en ændring af det skattemæssige afskrivningsgrundlag. Det ses derfor i praksis, at der i forbindelse med aktivoverdra-

gelser indregnes en værdi af de skattemæssige afskrivninger på merværdierne, dvs. stigningen i det skattemæssige afskrivningsgrundlag. På tilsvarende vis vil sælger ved en aktivoverdragelse blive beskattet af genvundne afskrivninger. Der er dermed symmetri i beskatningsgrundlaget. Baggrunden for, at der i tilfælde af en aktivhandel ofte beregnes et tillæg til købesummen af et potentielt skatteaktiv, er imidlertid netop, at den højere købspris modsvares af en stigning i køberes skattemæssige afskrivningsgrundlag.

Ved handelsværdien i en ekspropriationssituation forstås det beløb, som den enkelte virksomhed kunne have indbragt ved salg på det åbne marked inden for en normal salgsperiode før skæringstidspunktet den 4. november 2020 ved salg til en kyndig køber med kendskab til de stedlige pris- og markedsforhold for virksomheden af den pågældende art og karakter. Udgangspunktet for vurderingen er således den sædvanlige kyndige køber, ikke staten.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at det forhold, at staten, som en konsekvens af udbetalingen af erstatning, overtager virksomhedens aktiver, ikke påvirker vurderingen af handelsværdien, som ifølge retsgrundlaget skal foretages ud fra den sædvanlige kyndige købers perspektiv (og ikke statens perspektiv). Vurderingen adskiller sig således, i forhold til værdiansættelsen, ikke i forhold til den metode, som anvendes i ekspropriationssager, hvilket fremgår entydigt af retsgrundlaget.

Der ses ikke at være ekspropriationsretlig praksis, der understøtter, at et skatteaktiv relateret til skattemæssige afskrivninger på merværdierne kan tillægges den udmålte kompensation, jf. til sammenligning praksis om totaleksspropriation af erhvervsejendomme. Muligheden for et sådant tillæg er slet ikke omtalt i den juridiske litteratur.

Fødevarestyrelsen har desuden bemærket, at følgeerhvervsvirksomhederne, i de udvalgte prøvesager, har henvist til et notat udarbejdet af Kammeradvokaten[3] til støtte for, at der skulle være grundlag for at tillægge kompensationen værdien af et køberrelateret skatteaktiv.
Fødevarestyrelsen har hertil anført, at notatet ikke omhandler muligheden for at tillægge en ekspropriationserstatning værdien af et køberelateret skatteaktiv, hvorfor det er vanskeligt at se notatets relevans.

Notatet omhandler muligheden for at indregne såkaldte købersynergier. De i notatet omtalte købersynergier omhandlede muligheden for, at en kyndig køber af ti regionale transmissionsselskaber ville betale en merpris, fordi køberen hermed kunne opnå stordriftsfordele. Kammeradvokaten har i notatet beskrevet det som en betingelse for at indregne købersynergier, at det kan dokumenteres, eller sandsynliggøres med en betydelig grad af sikkerhed, at en såkaldt købersynergi ville blive realiseret og have den angivne værdi, og at den ikke som led i forhandlinger mellem køber og sælger f.eks. ville være blevet delt mellem køber og sælger. Fødevarestyrelsen har videre anført, at selv hvis der var grundlag for at tillægge Kammeradvokatens notat betydning som retskilde, er de omtalte betingelser ikke opfyldt.

Særligt om det forhold, at Virksomhed 1 er et andelsselskab, har Fødevarestyrelsen bemærket, at to af de udvalgte prøvesager, ligesom den foreliggende sag vedrørende Virksomhed 1 , har angået andelsselskaber. I disse sager har EY i deres værdiansættelsesrapporter peget på, at der allerede af den grund ikke kan kompenseres for TAB, og at det er inkonsistent, når virk-

[3] Kammeradvokatens notat "Værdiansættelse af regionale el-transmissionsselskaber" af 27. juni 2012.

somhedens fremadrettede pengestrømme beregnes med udgangspunkt i, at virksomheden er formuebeskattet, mens TAB'en beregnes med udgangspunkt i, at en kyndig køber er selskabsbeskattet. EY har i de to værdiansættelsesrapporter bl.a. beskrevet det således:

> *"I Nærværende Rapport er det valgt at værdiansætte [virksomheden] ud fra et sælgerperspektiv, dvs. at Virksomheden antages at fortsætte i den nuværende selskabsform. Dette er valgt ud fra en betragtning om, at den hypotetiske købers specifikke selskabskonstruktion ikke er kendt. I Deloittes Værdiansættelsesrapport er det ligeledes antaget, at Virksomheden fortsætter i den nuværende selskabsform i forbindelse med estimeringen af pengestrømme og diskonteringsrenten. Det er dog yderligere antaget i Deloittes Værdiansættelsesrapport, at køber har mulighed for at opnå en skattemæssig fordel ved at afskrive på forskellen mellem den skattemæssige værdi før og efter overdragelsen. Det vil imidlertid ikke være muligt for [virksomheden] at opnå denne sammensætning af skattemæssige forhold, da det kræver, at en virksomhed betaler selskabsskat for at kunne opnå en skattebesparelse fra afskrivninger på erhvervede aktiver. En hypotetisk køber kan ikke både betale formueskat og samtidig opnå selskabsskattemæssige besparelser fra afskrivninger på erhvervede aktiver. Hvis den hypotetiske køber er et aktieselskab, vil den hypotetiske køber indregne selskabsskat i værdiansættelsen og derefter tillægge værdien af at kunne afskrive skattemæssigt på de erhvervede aktiver."*

Fødevarestyrelsen har bemærket, at styrelsen kan tilslutte sig, det anførte i EY's værdiansættelsesrapport.

Fødevarestyrelsen har videre anført, at der samlet ikke er grundlag for at tillægge den udmålte kompensation værdien af et køberskatteaktiv. Det skyldes, at det ikke kan lægges til grund, at Virksomhed 1 i en handelssituation var blevet solgt til en kyndig køber som led i en aktivhandel, og at en sådan kyndig køber samtidig ville have været et dansk kapitalselskab (aktie- eller anpartsselskab), som kunne afskrive på merværdiener af aktiverne. Ingen af disse kumulative forudsætninger for at tillægge kompensationen et køberskatteaktiv er opfyldt. Påstanden og synspunkterne om køberskatteaktivet har desuden ingen støtte i hverken regelgrundlaget, praksis eller i den juridiske litteratur.

13.5. Overerstatnings- og taksationskommissionen vurdering vedrørende et potentielt køberskatteaktiv

Overerstatnings- og taksationskommissionen vurderer, at kompensationen til Virksomhed 1 ikke skal tillægges en værdi for et køberskatteaktiv.

Det følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 16, stk. 1, at Virksomhed 1 modtager kompensation for værdien af virksomheden før den 4. november 2020 opgjort efter de principper, der gælder for opgørelse af ekspropriationserstatning.

Der ses ikke i lovgivningen, herunder ekspropriationsprocesloven[4], eller i taksations- og domspraksis, at være holdepunkter for, at værdien af virksomheden, som udgangspunkt, skal fastsættes under den forudsætning, at der er tale om en aktivoverdragelse i den forstand, at spørgsmålet om tillæg af værdien af et køberskatteaktiv opstår.

Det kan efter kommissionens opfattelse ikke tillægges betydning, at det er staten ved Finansiel Stabilitet A/S, der forestår videresalg af virksomheden eller virksomhedens aktiver.

[4] Bekendtgørelse af lov nr. 386 af 13. april 2023 om fremgangsmåden ved ekspropriation vedrørende fast ejendom

Det afgørende for fastsættelsen af kompensationen er virksomhedens markedsværdi. Det afgørende er således, hvordan virksomheden ville være værdiansat i en for virksomheden sædvanlig handel på værdiansættelsesdatoen. I overensstemmelse med de ekspropriationsretlige principper fastsættes virksomhedens markedsværdi ud fra den værdiansættelsesmodel, der giver den højeste værdi.

Hvis en følgeerhvervsvirksomhed mener at have et selvstændig krav på en merpris i form af et køberskatteaktiv, må virksomheden i den konkrete sag godtgøre, at værdien af køberskatteaktivet skal tillægges værdiansættelsen for at opnå markedsprisen. Dette under forudsætning af, at køberskatteaktivet udgør en merværdi, som ikke allerede er inkluderet i værdiansættelsen.

Det bemærkes, at spørgsmålet om et potentielt køberskatteaktiv kun opstår, hvis der er tale om en aktivoverdragelse, og hvis køber er selskabsbeskattet. For så vidt angår Virksomhed 1 bemærkes, at moderselskabet, Virksomhed 1 , er et andelsselskab, og datterselskaberne er aktieselskaber, hvorfor moderselskabet og datterselskaberne er beskattet efter forskellige skatteprincipper.

Overerstatnings- og taksationskommissionens vurderer, at værdiansættelsen af Virksomhed 1 , bestående af moderselskabet, Virksomhed 1 , og datterselskaberne, Virksomhed 5 og Virksomhed 2 , skal ske samlet, idet selskabernes aktiviteter er nært forbundne. Det forudsættes derfor, at Virksomhed 1 selskaber handles samlet.

Hvis det forudsættes, at køber er et andelsselskab, er spørgsmålet om værdien af et køberskatteaktiv ikke relevant, allerede fordi køberen er andelsbeskattet ("formuebeskattet"), og derfor ikke har fradragsmuligheder for afskrivninger.

Hvis det i stedet forudsættes, at Virksomhed 1 overtages af et aktieselskab eller et anpartsselskab, ville det forinden overtagelsen kræve, at Virksomhed 1 omdannes til et aktieselskab eller et anpartsselskab. Der ville således skulle tages højde for den nye selskabskonstruktion og beskatningssituation ved værdiansættelsen af Virksomhed 1 . Dette betyder, at der ved fremskrivningen af de fremtidige pengestrømme og diskonteringsrenten ikke kan anvendes den lavere andelsbeskatning. Der skal således indregnes almindelig selskabsskat i værdiansættelsen.

Kommissionen vurderer, at værdiansættelsen af Virksomhed 1 skal ske på baggrund af den selskabskonstruktion og de beskatningsforhold, som virksomheden havde pr. 4. november 2020.

Kommissionen finder herefter, at der ikke er grundlag for at tillægge kompensationen værdien af et potentielt køberskatteaktiv allerede fordi Virksomhed 1 moderselskab er et andelsselskab, som ikke har fradragsmuligheder for afskrivninger, og idet værdiansættelsen af Virksomhed 1 skal foretages på baggrund af selskabskonstruktionen pr. 4. november 2020.

Det bemærkes, at kommissionen hermed ikke har taget stilling til, hvorvidt der kan blive tale om tillæg af værdien af et køberskatteaktiv ved fastsættelse af kompensation til øvrige følgeerhvervsvirksomheder med anden selskabsform og andre beskatningsforhold.

14. Værditillæg til- eller forrentning af kompensationen

Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat Virksomhed 1 kompensation på grundlag af virksomhedens værdi i handel og vandel pr. 4. november 2020. Kompensationen er kommet til udbetaling den 31. oktober 2024.

Virksomhed 1 har i klagetema 9 gjort gældende, at Virksomhed 1 skal kompenseres for, at kompensationen er kommet til udbetaling 4 år efter værdiansættelsesdatoen den 4. november 2020.

14.1. Erstatnings- og taksationskommissionens vurdering af værditillæg til eller forrentning af kompensationen

Erstatnings- og taksationskommissionens flertal har vurderet, at Virksomhed 1 ikke kan få et skønsmæssigt fastsat værditillæg til kompensationen eller få kompensationen forrentet udover, hvad der følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 24 (nugældende § 37).

14.2. Virksomhed 1 *bemærkninger vedrørende værditillæg til eller forrentning af kompensationen*

Virksomhed 1 har gjort gældende, at kompensationen skal tillægges et skønsmæssigt fastsat værditillæg, eller forrentes i tiden fra den 4. november 2020, indtil betaling sker med renten, som anvendes ved tilbagediskonteringen i DCF-modellen (WACC), alternativt med en markedskonform rente. Virksomhed 1 har tillige anført, at virksomheden har krav på forrentning svarende til armslængdeprincippet i ligningslovens § 2, stk. 1.[5]

Virksomhed 1 har henvist til, at kompensationen fastsat af Erstatnings- og taksationskommissionen er opgjort på grundlag af virksomhedens værdi i handel og vandel pr. 4. november 2020, men kompensationen først er kommet til udbetaling den 31. oktober 2024.

Virksomhed 1 har således mistet rådigheden over virksomheden den 4. november 2020, og virksomhedens driftsresultatet er i perioden fra den 4. november 2020 til den 31. oktober 2024 oppebåret af staten.

Virksomhed 1 har anført, at det er forudsat i Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse, at overdragelsen af virksomheden til staten skal sidestilles med et salg af Virksomhed 1 til en uafhængig tredjemand. Dette indebærer, at der skal betales en kompensation til sælger for at give køber henstand med købesummens betaling i fire år, som ved virksomhedsoverdragelse mellem uafhængige parter.

Herudover har Virksomhed 1 anført, at virksomheden skal kompenseres for den manglende råderet over virksomheden i perioden fra den 4. november 2020 og frem til den 31. oktober 2024. Virksomhed 1 tab udgør det manglende afkast af virksomheden eller den manglende rente som følge af, at Virksomhed 1 ikke har kunnet geninvestere kompensationen fra den 4. november 2020. Virksomhed 1 situation har været ganske særegen i forhold til en sædvanlig ekspropriationsproces, hvor beslutningen om ekspropriation, afgørelsen om erstatning og udbetalingen heraf finder sted i umiddelbar forlængelse af hinanden. Virksomhed 1 har til støtte herfor henvist til den sædvanlige proces ved ekspropriation, ekspropriationspraksis og juridisk litteratur.

[5] Bekendtgørelse af lov nr. 42 af 13. januar 2023 om påligningen af indkomstskat til staten

Endvidere har Virksomhed 1 anført, at staten ikke kan have en bedre retsstilling end den, der følger af armslængdeprincippet i ligningslovens § 2, stk. 1, blot fordi staten selv er part i sagen. Her skal der ved kontrollerede handelsmæssige eller økonomiske transaktioner anvendes priser og vilkår, som er i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktionerne var afsluttet mellem uafhængige parter. Det følger heraf, at hvis der gennemføres en transaktion mellem interesseforbundne parter, hvorefter der gives kredit med betalingen af købesummen, vil skattemyndighederne kræve, at der skal ske en forrentning af denne kredit, idet modtageren af kreditten modtager en rentefordel. Fastsættelsen af rentesatsen skal ske ved en individuel vurdering af den konkrete transaktion, men skattemyndighederne opererer for nuværende med diskontoen plus 4 % som udgangspunkt.

Virksomhed 1 har endeligt anført, at nedlukningsbekendtgørelsens § 24 (nugældende § 37) ikke udtømmende regulerer Virksomhed 1 ret til renter eller et værditillæg. Hvis kompensationen ikke værdisikres eller forrentes som påstået, gives der ikke fuld erstatning, hvorfor nedlukningsbekendtgørelsens § 24 (nugældende § 37) er i strid med grundlovens § 73.

14.3. Fødevarestyrelsens bemærkninger vedrørende værditillæg til eller forrentning af kompensationen

Fødevarestyrelsen har gjort gældende, at der ikke er hjemmel til eller grundlag for at forrente eller værdisikre den udmålte kompensation udover, hvad der følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 24 (nugældende § 37).

Fødevarestyrelsen har anført, at synspunkter svarende til dem, som Virksomhed 1 har gjort gældende, blev rejst i forbindelse med høringen over nedlukningsbekendtgørelsen. Fødevareministeriet henviste i den forbindelse til den nugældende bestemmelse i nedlukningsbekendtgørelsens § 24 (nugældende § 37) som værende udtryk for den forrentning og værdiregulering, som skal finde sted.[6]

I høringsnotatet til nedlukningsbekendtgørelsen fremgår blandt andet:

> *"Det fremgår af den politiske aftale af 25. januar 2021, at der er enighed om, at der skal ydes "fuldstændig erstatning til minkavlere og minkafhængige følgeerhverv, uanset om der er tale om ekspropriation efter grundlovens § 73 eller ej". Med den politiske aftale er aftalepartierne enige om, hvad fuldstændig erstatning og kompensation til minkavlerne og minkafhængige følgeerhverv er. Aftalepartierne er altså enige om, at de erstatningsmodeller, der beskrives i aftalen, og som herefter skal benyttes i udmålingen af erstatningen, er fuldstændig erstatning og kompensation til minkavlerne og minkafhængige følgeerhverv."*[7]

Fødevarestyrelsen har anført, at Virksomhed 1 henvisning til retspraksis mv. ikke er relevante, når der i bekendtgørelsesform er en tæt regulering af, hvilken kompensation som kan tilkendes, og som må anses for at være udtryk for fuldstændig kompensation.
Fødevarestyrelsen har videre anført, at en sådan regulering, som Virksomhed 1 gør gældende, er vedtaget for minkavlere med mink i 2020, jf. herved værdisikringsbekendtgørelsen.[8] Der er ikke fastsat en tilsvarende regulering for følgeerhvervsvirksomheder. Fødevarestyrelsen har an-

[6] Notat om høringssvar vedr. nedlukningsbekendtgørelsen af 20. december 2021, s. 44-45
[7] Notat om høringssvar vedr. nedlukningsbekendtgørelsen af 20. december 2021, s. 4
[8] Bekendtgørelse nr. 1217 af 10. oktober 2025 om værdisikring af erstatning og kompensation til minkavlere med mink i 2020 (tidligere bekendtgørelse nr. 1513 af 28. november 2024 om værdisikring af erstatning og kompensation til minkavlere med mink i 2020, med senere ændringer ved bekendtgørelse nr. 1642 af 20. december 2024)

ført, at værdisikringsbekendtgørelsen ikke kan finde analog anvendelse for følgeerhvervsvirksomheder, herunder Virksomhed 1 .

14.4. Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering af værditillæg til eller forrentning af kompensationen

Nedlukningsbekendtgørelsens § 37 omhandler forrentning af erstatnings- og kompensationsbeløb. Det fremgår af bestemmelsen, at erstatnings- og kompensationsbeløbene forrentes fra tidspunktet for forlig eller ved afgørelse, når vilkårene er opfyldt. Forrentningen sker indtil den dag, beløbene udbetales, med en årlig rente, der svarer til den af Danmarks Nationalbank fastsatte på tidspunktet for endelig afgørelse eller forlig gældende diskonto. Der beregnes ikke renters rente.

Overerstatnings- og taksationskommissionen finder, at kompensationen ikke skal tillægges et skønsmæssigt fastsat værditillæg. Kommissionen finder videre, at kompensationen ikke skal forrentes udover, hvad der følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 37.

Overerstatnings- og taksationskommissionen bemærker, at det fremgår af høringsnotatet vedrørende nedlukningsbekendtgørelsen, at der med den politiske aftale er enighed om, hvad fuldstændig erstatning og kompensation til minkavlerne og minkafhængige følgeerhverv er. Det fremgår videre, at aftalepartierne er enige om, at de erstatningsmodeller, der beskrives i aftalen, og som herefter skal benyttes i udmålingen af erstatningen, er fuldstændig erstatning og kompensation til minkavlerne og minkafhængige følgeerhverv.

Det er Overerstatnings- og taksationskommissionens vurdering, at nedlukningsbekendtgørelsens § 37 udtømmende regulerer forrentning af erstatnings- og kompensationsbeløb. Kommissionen finder derfor, at Virksomhed 1 kompensation ikke skal forrentes pr. 4. november 2020 frem til udbetalingstidspunktet den 31. oktober 2024 udover, hvad der følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 37.

Fødevareministeriet har i 2023 udstedt værdisikringsbekendtgørelsen,[9] som fastsætter regler om værdisikring af erstatning og kompensation, der er tildelt minkvirksomheder med egenproduktion af mink i 2020. Der er ikke fastsat en lignende ordning for følgeerhverv. Forud for værdisikringsbekendtgørelsen blev der den 17. maj 2023 indgået en politisk aftale.[10] Det fremgår af aftalen, at modellen etableres, da der er behov for at afbøde konsekvenserne af, at udbetalingen af erstatningen har taget længere tid end forventet. Modellen indebærer, at erstatningen til minkavlere med mink i 2020 værdisikres, så erstatningen ikke forringes som følge af inflation. Værdisikringen har desuden til formål at ligestille avlerne, uagtet om en sag bliver behandlet først eller sidst. Tiltaget skyldes, at det er en helt særlig situation uden fortilfælde.

Overerstatnings- og taksationskommissionens finder, at værdisikringsbekendtgørelsen efter sin klare ordlyd ikke kan anvendes analogt for følgeerhvervsvirksomheder. Det er kommissionens opfattelse, at værdisikringsbekendtgørelsen må anses som udtryk for, at følgeerhverv ikke kan

[9] Bekendtgørelse nr. 1258 af 26. oktober 2023 om værdisikring af erstatning og kompensation til minkavlere med mink i 2020 (senere ophævet ved § 10, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 1513 af 28. november 2024, som senere er ophævet ved § 10, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 1217 af 10. oktober 2025)
[10] Tillægsaftale til Aftale om erstatning mv. til minkavlere og følgeerhverv berørt af COVID-19 af den 25. januar 2021 af 17. maj 2023

få kompensationen værdisikret eller forrentet i øvrigt, udover, hvad der følger af reglerne i nedlukningsbekendtgørelsen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen tiltræder herefter Erstatnings- og taksationskommissionens resultat, hvorefter Virksomhed 1 ikke kan få et skønsmæssigt fastsat værditillæg til kompensationen eller få kompensationen forrentet udover, hvad der følger af nedlukningsbekendtgørelsens § 37.

Det bemærkes, at Overerstatnings- og taksationskommissionen ikke har taget stilling til Virksomhed 1 bemærkning om, at nedlukningsbekendtgørelsens § 37 strider mod grundloven, da dette ligger udenfor kommissionens kompetence. Spørgsmålet henhører under de almindelige domstole.

15. Nødvendige udgifter til sagkyndig bistand

Det fremgår af erstatnings- og taksationsbekendtgørelsens § 33, stk. 2, at Erstatnings- og taksationskommissionen og Overerstatnings- og taksationskommissionen kan pålægge Ministeriet for Fødevarer, Landbrug og Fiskeri at betale en passende godtgørelse, når minkvirksomheden til varetagelse af sine interesser under sagens behandling har afholdt nødvendige udgifter til sagkyndig bistand, herunder advokat, revisor mv.

Virksomhed 1 har anmodet om godtgørelse for sagkyndig bistand i forbindelse med sagens behandling ved Overerstatnings- og taksationskommissionen.

Overerstatnings- og taksationskommissionen vil tage stilling til anmodningen om godtgørelse for sagkyndig bistand i forbindelse med Overerstatnings- og taksationskommissionens senere afgørelse vedrørende klagerne over Erstatnings- og taksationskommissionens endelige afgørelse om kompensation af 20. september 2024 og Erstatnings- og taksationskommissionens afgørelse om efterregulering af kompensation af 12. november 2025.

16. Opgørelse af Virksomhed 1 endelige kompensation

Overerstatnings- og taksationskommissionen har ikke taget stilling til den samlede endelige kompensation, som Erstatnings- og taksationskommissionen har fastsat i afgørelse af 20. september 2024 og 12. november 2025. Overerstatnings- og taksationskommissionen har således ikke foretaget en endelig opgørelse af Virksomhed 1 kompensation.

17. Domstolsprøvelse

Overerstatnings- og taksationskommissionens afgørelse kan ikke påklages til anden administrativ myndighed, jf. erstatnings- og taksationsbekendtgørelsens § 26, stk. 4. Afgørelsen kan dog indbringes for domstolene, jf. erstatnings- og taksationsbekendtgørelsens § 35. Fristen for at anlægge retssag er 6 måneder efter, at afgørelsen er meddelt.

På vegne af Overerstatnings- og taksationskommissionen



Formand

Bilagsoversigt
Bilag 1: Værdiansættelsesberegning

Relevante bestemmelser mv.

Lovbekendtgørelse nr. 1211 af 7. juni 2021 om aflivning af og midlertidigt forbud mod hold af mink med senere ændringer, senest ved lovbekendtgørelse nr. 10 af 6. januar 2022 (Minkloven)

§ 8. […]

Stk. 3. Ministeren for fødevarer, landbrug og fiskeri fastsætter regler om fuldstændig erstatning og kompensation som følge af forbuddet mod hold af mink, jf. § 1, stk. 1, herunder fuldstændig kompensation til visse følgeerhverv. Ministeren for fødevarer, landbrug og fiskeri fastsætter herudover regler om, at der kan ydes fuldstændig kompensation til følgeerhverv, som udlejer stald- og burkapacitet til minkproduktion i Danmark, og pelserier, som betjener minkproduktion i Danmark.

[…]

Bekendtgørelse nr. 1214 af 10. oktober 2025 om erstatnings- og taksationskommissioner, overerstatnings- og taksationskommissioner og øvrige kompetente myndigheder til behandling af sager om erstatning og kompensation til minkvirksomheder og visse følgeerhverv (erstatnings- og taksationsbekendtgørelsen)

§ 4. Ministeren for fødevarer, landbrug og fiskeri nedsætter overerstatnings- og taksationskommissioner til efterprøvelse af afgørelser truffet af de i § 3, stk. 1, nævnte erstatnings- og taksationskommissioner, afgørelser truffet af Besigtigelsesenheden efter § 16 og afgørelser truffet af Fødevarestyrelsen efter §§ 18-19. […]

§ 28. Overerstatnings- og taksationskommissionerne kan begrænse sin prøvelse af en afgørelse til de forhold, der er klaget over. Hvis en klage indeholder flere klagepunkter, kan overerstatnings- og taksationskommissionerne begrænse sin prøvelse til de væsentligste forhold.

Bekendtgørelse nr. 1226 af 10. oktober 2025 om fuldstændig erstatning og kompensation til minkvirksomheder og fuldstændig kompensation til følgeerhverv til minkvirksomheder som følge af det midlertidige forbud mod hold af mink (nedlukningsbekendtgørelsen)

§ 2. I denne bekendtgørelse forstås ved:

[…]

1) Følgeerhverv:

a) Dansk Pelsdyravlerforening a.m.b.a.

§ 16. Følgeerhverv modtager efter ansøgning ved permanent nedlukning af minkrelateret virksomhed kompensation for værdien af denne virksomhed før den 4. november 2020, inklusiv eventuel eksportrelateret virksomhed, opgjort efter de principper, der gælder for opgørelse af ekspropriationserstatning. […]

§ 37. Erstatnings- og kompensationsbeløbene forrentes fra tidspunktet for forlig eller ved afgørelse, når vilkårene for udbetaling er opfyldt. Forrentningen sker indtil den dag, beløbene udbetales, med en årlig rente, der svarer til den af Danmarks Nationalbank fastsatte på tidspunktet for endelig afgørelse eller forlig gældende diskonto. Der beregnes ikke renters rente.

Notat om høringssvar vedr. bekendtgørelse om fuldstændig erstatning og kompensation til minkvirksomheder og fuldstændig kompensation til følgeerhverv som følge af det midlertidige forbud mod hold af mink (bekendtgørelse om endelig nedlukningserstatning) af 20. december 2021