



MAJ 2022

Generationsskifte

Afgangsprojekt

HD 2. del, regnskab og økonomistyring

Gruppe: 45

FORFATTERE:

Lotte Sproegel (20181868)

Line Jensen (20181847)

Marc R. d. L. Nielsen (20181876)

VEJLEDER:

Thomas Kallehauge

Indhold

1 Abstract	5
2 Indledning.....	6
3 Problemformulering	7
3.1 Problemstilling	8
4 Afgrænsning	8
5 Metode.....	9
5.1 Lovgrundlag	11
5.2 Målgruppe	11
5.3 Kildekritik	11
5.4 Struktur.....	12
6 Planlægning af generationsskifte.....	13
6.1 Bløde værdier	14
6.1.1 Familiemæssige overvejelser.....	14
6.1.2 Ledelsesmæssige kompetencer.....	14
6.1.3 Tidshorizonten	15
6.2 Hårde værdier	15
6.2.1 Værdiansættelse.....	16
6.2.2 Finansieringsmuligheder	16
6.2.3 Hvilke aktiver skal indgå i generationsskiftet?.....	17
7 Hvem skal der overdrages til?	18
7.1 Familie.....	18
7.2 Medarbejdere.....	19
7.3 Tredjemand.....	19
8 Strukturering af generationsskifte	20
8.1 Skattemæssig succession.....	20
8.1.1 Pengetanksreglen.....	21
8.2 Almindelig overdragelse	22
8.2.1 Holdingselskab	22
8.2.2 Fusion	23
8.2.3 Spaltning.....	26
8.2.4 Aktieombytning.....	30
9 Til hvilken pris skal der overdrages	33
9.1 Værdiansættelse via DCF-modellen (discounted cash flow)	33

9.2 EVA-modellen	35
9.3 Værdiansættelse ud fra multipler	37
9.3.1 P/E (Price/Earnings)	38
9.3.2 P/B (Price/Book)	39
9.3.3 EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings before Interest and Tax)	39
9.3.4 EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings before Interest, Tax, Depreciations and Amortisations)	40
9.3.5 EV/Sales (Enterprise Value/Sales)	40
9.3.6 EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit less Adjusted Taxes)	41
9.4 Relief from royalty-metoden	41
9.4.1 Royaltysatser og fastsættelse heraf	42
9.4.2 Diskonteringsfaktor og fastlæggelse heraf	43
9.5 Værdiansættelse af kapitalandele og goodwill ud fra vejledende TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10	43
9.5.1 Teori vs. praksis	49
9.5.2 Formålet med værdiansættelsen	50
9.6 Delkonklusion	52
10 Finansiering af generationsskifte	53
10.1 Kontant	53
10.2 Lån	53
10.3 Gave	54
10.4 Earn-out	56
10.5 A/B-model	56
10.5.1 Ny praksis	58
10.5.2 Optioner	59
10.5.3 Black-Scholes-modellen	59
10.5.4 Binomialmodellen	62
10.5.5 Vurdering af Black-Scholes modellen og Binomialmodellen til beregning af gevinstmulighed	64
11 Generationsskifte i praksis	65
11.1 Hvad skal overdrages og hvem skal der overdrages til?	66
11.2 Til hvilken værdi skal anparterne overdrages?	66
11.2.1 Generationsskifte jf. hovedreglen	66
11.2.2 DCF-modellen og EVA-modellen	67
11.2.3 Multipler	67

11.2.4 Værdiansættelse af kapitalandele og goodwill ud fra vejledende TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10.....	67
11.2.5 Selve værdiansættelsen.....	68
11.2.6 Goodwill.....	69
11.2.7 Test af værdiansættelse	72
11.2.8 Fordele og ulemper.....	73
11.3 Hvordan skal generationsskiftet struktureres?.....	74
11.3.1 Succession eller ej?	75
11.3.2 A/B-modellen	76
11.3.3 Beregning af gevinstmulighed.....	79
11.3.4 Alternativ til A/B-modellen.....	84
11.4 Hvordan skal generationsskiftet finansieres?	86
12 Konklusion	90
13 Bibliografi	93
14 Bilag 1	97

1 Abstract

Generational change is a topic, that many company owners are going to become acquainted with during their time as a main shareholder. Studies have shown that the amount of companies with company owners in their 55 – 65's is increasing. At that age, it should be considered when it is the right time to pass on the legacy of the firm and to whom. However, in a world where everything continues to change, it can be difficult to navigate in various principles and legislations.

This paper examines the theoretical and legal issues and challenges that often occur during generational changes. Furthermore, this paper intends to clarify, how generational changes can be done, and which possibilities the Danish law affords.

To do this, this paper will examine methodologies and various aspects that are essential to provide a successful outcome. Everything from the initial considerations to the valuation of the company and the funding of the generational change will be considered in this study.

In addition to this, the paper will continuously include examples to encourage the understanding of the theories, laws and so on.

Finally, the project will include an execution of a generational change using possibilities in Danish legislations, as they currently are. As an add-on to this, there will be renounced several assumptions where the main goal will be to finish the generational change in the best possible way within the given circumstances.

This paper is mainly addressed to the target group consisting of company owners, to whom a generational change could be an actual possibility within the coming years. In addition to this, this study targets various consultants, students, and the like who may find the project relevant for their purposes.

The findings in this paper conclude that generational changes are complex to navigate. For that reason, this project is ideal for preparing and understanding purposes for advisers, company owners, and so on.

2 Indledning

Generationsskifte er et særdeles relevant emne, da 80% af alle virksomheder i Danmark er ejer-ledet – heraf vurderes hele 23.000 virksomheder at stå overfor et generationsskifte indenfor nærmeste fremtid, da 10.000 af disse virksomheder har en ejer, som er over 65 år gammel, mens 13.000 af disse virksomheder har en ejer imellem 55 og 65 år (Industriens Fond, 2021). På baggrund af dette, betyder det ligeledes, at der har været en stor, politisk opmærksomhed på det i de seneste år, hvilket også har medført en række ændringer og reguleringer i generationsskiftemodellerne.

Blandt disse reguleringer er blandt andet en forhøjelse af gaveafgiften ved familieoverdragelser fra 6% i 2019 til hele 15% i 2021 (Elkjær, 2019), ligesom det, at der er sket praksisændring for en af de mest brugte generationsskiftemodeller; nemlig A/B modellen. For at benytte denne skal der fra 2021 beregnes en gevinstmulighed.

Som ovenstående påpeger, står en del af de danske ejer-ledede virksomheder overfor et generationsskifte indenfor nærmeste fremtid, og med konstante ændringer i de politiske og skattemæssige aspekter kan det være uoverskueligt at få tilrettelagt både planlægningen og udførelsen heraf, da der ikke kun findes én måde at foretage et generationsskifte på. Der er mange muligheder og modeller, som kan kombineres på forskellige måder, således det kommer til at foregå på den bedst tænkelige måde for den enkelte virksomhed.

Mange virksomheder og virksomhedsejere kommer til at stifte bekendtskab med generationsskifte. At foretage et generationsskifte er med til at sikre, at den pågældende virksomhed fortsætter driften efter overdragelse – og gerne med værditilvækst. Dette sker som oftest i forbindelse med, at virksomhedens ejer når en alder, hvor det er på tide at overdrage virksomheden – deres livsværk – til en eller flere personer, som har til hensigt at drive virksomheden videre på bedste vis. Dette vil som oftest være familiemedlemmer, men kan også være til nærtstående medarbejdere eller tredjemand. Et generationsskifte vil dog også kunne ske i forbindelse med ejerens død.

I forbindelse med generationsskifte er der mange muligheder, som bør overvejes grundigt inden de endelige beslutninger træffes. Det indebærer blandt andet overvejelser omkring hvilke muligheder der findes indenfor generationsskifte samt strukturering og finansiering heraf. Dette projekt har derfor til formål at informere og til dels assistere virksomhedsejere, studerende,

rådgivere m.fl. i forhold til, hvordan en sådan proces kan udforme sig såvel teoretisk som i praksis. For at understøtte dette vil dette projekt indeholde et afsnit omkring de indledende overvejelser, virksomhedsejere bør gøre sig, inden et generationsskifte skal gennemføres. Det vil ligeledes indeholde en beskrivelse og vurdering af udvalgte omstrukturings-, værdiansættelses- og finansieringsmodeller. Afslutningsvist vil dette projekt indeholde en case, hvor generationsskiftemulighederne i praksis vil blive gennemført ud fra en udvalgt casevirksomhed, der har til formål at belyse de fordele og ulemper samt kompleksiteter, der kan være i forbindelse hermed.

Generationsskifte er i sin helhed et meget aktuelt emne, som bør overvejes grundigt inden det gennemføres – det er nemlig ikke kun skattemæssige besparelser, der skal være i fokus, hvis et generationsskifte skal anses som vellykket (Bachmann, 2021).

3 Problemformulering

På baggrund af indledningen er generationsskifte særdeles relevant at undersøge. Dels for at belyse og analysere den lovgivning, der ligger bag et generationsskifte, men også for at klarlægge de kompleksiteter, overvejelser m.v., der typisk opstår, eller kan opstå – herunder bl.a. indenfor værdiansættelsen og den skattemæssige lovgivning. Samfundet bliver mere og mere udviklet og dermed mere nuanceret, hvilket afspejler sig indenfor alle livets facetter – herunder også generationsskifte. Senest med praksisændringerne ved anvendelse af A/B-modellen, hvor gevinstmulighederne skal opgøres.

På baggrund heraf ønskes det at klarlægge, hvordan de aktuelle muligheder er indenfor generationsskifter – herunder de overvejelser og problemstillinger, der kan opstå ved gennemførelse heraf. Projektet omfavner hele processen lige fra de indledende overvejelser til den endelig plan herfor.

For at fremme forståelsen vil projektet løbende indeholde eksempler samt et eksempel på et generationsskifte i en fiktiv virksomhed. Der vil blive opstillet forudsætninger, hvorefter formålet er at få casevirksomheden i mål på så tilfredsstillende vis på baggrund af ønsker og behov, som måtte være hos de implicerede parter.

3.1 Problemstilling

Med udgangspunkt i ovenstående afsnit, så opstilles følgende problemstilling:

”Indledningsvist ønskes der en redegørelse af de teoretiske og lovgivningsmæssige forhold, der gør sig gældende ved generationsskifter – herunder hvilke overvejelser, der er i de forskellige faser. Dernæst ønskes en analyse af, hvordan der navigeres indenfor emnet, når den bedst mulige løsning skal findes på baggrund af forudsætninger i en casevirksomhed. Afslutningsvist ønskes der en konklusion af udfaldet af generationsskiftet på casevirksomheden samt fastlæggelse af de væsentligste problematikker, der på nuværende tidspunkt er indenfor emnet.”

For at kunne besvare ovenstående problemstilling, så ønskes nedenstående spørgsmål besvaret:

- Hvad skal klar- og planlægges i generationsskiftes indledende faser?
- Hvordan ønskes strukturen i koncernen efter generationsskiftet?
- Til hvilke værdier skal virksomheden overdrages?
- Hvordan ønskes generationsskiftet finansieres?
- Hvordan gennemføres et generationsskifte bedst muligt på baggrund af givne forudsætninger og ønsker i en casevirksomhed?

4 Afgrænsning

Opgaven afgrænses i form af, at der kun vil blive omtalt generationsskifte blandt relationer, som samtidig har et ønske om videreførelse af driftsaktiviteten i det pågældende selskab. Projekt vil tage udgangspunkt i generationsskiftet som sker fra hovedaktionær til dennes børn, hvormed generationsskifte til tredjemand ikke vil være det primære fokus i projektet.

I denne opgave vil der ligeledes udelukkende blive taget udgangspunkt i generationsskifte i levende live, da generationsskifte ved død omfatter et andet regelsæt og andre overvejelser i forbindelse hermed, ligesom at planlægningsdelen – som er omfangsrig ved generationsskifte i levende live – oftest ikke er eksisterende ved generationsskifte grundet død.

Derudover forudsættes, at de involverede parter er fuldt skattepligtige i Danmark i det gennemgribende eksempel af generationsskifte i praksis – dermed tages der kun udgangspunkt i gældende dansk lovgivning på skrivningstidspunktet. Tidligere lovgivninger eller nuværende lovforslag vil derfor ikke blive behandlet.

Opgaven afgrænses desuden på det skatteretlige område, forstået på den måde at lovgivningen er en omfattende størrelse, som har mange drejninger ud fra den givne situation. Dermed vil projektet udelukkende inddrage skattelovgivningen i forbindelse med de overordnede lovgivninger, samt på de områder, hvor dette findes relevant i henhold til de videre forhold i casevirksomheden.

Der tages udgangspunkt i generationsskifte i unoterede anpartsselskaber. Dermed afgrænses projektet fra personligejede virksomheder og børsnoterede selskaber. Det anses i den forbindelse ikke være relevant at omtale virksomhedsomdannelse inden udførsel af generationsskifte.

Opgaven vil ligeledes ikke indeholde moms- og afgiftsrelaterede problemstillinger, da dette anses som et irrelevant område taget projektets egentlige formål i betragtning.

5 Metode

Formålet med dette projekt er videregivelse af informationer og praktik i forbindelse med et generationsskifte og gennemførsel heraf, herunder en vurdering og beskrivelse relevante metoder og modeller i forbindelse hermed.

Informationssøgningen vil både omfatte primære kilder i form af lovtekster, afgørelser hos Skattestyrelsen, cirkulærer og Den juridiske Vejledning hos SKAT samt sekundære kilder i form af modeller, lære- og fagbøger, internetkilder, m.fl., hvormed både reliabiliteten og validiteten vurderes at være høj.

Reliabiliteten vurderes høj på baggrund af, at det ved lignende sager hos Skattestyrelsen må forventes, at afgørelserne er meget lig hinanden. Ligeledes må det forventes, at hvis forudsætninger og input er ens og benyttes til udarbejdelse af en af de medtagende modeller, så vil det medføre det samme output uafhængigt af, hvem disse modeller udarbejdes af. Dog udfyldes modellerne med data fra en casevirksomhed, hvilket taler for, at dette anses som sekundære data, og dermed en lavere reliabilitet. Modellerne og inputsene heri er dog baseret på viden fra lovsamlinger og afgørelser hos Skattestyrelsen, hvilket taler for en højere reliabilitet.

Validiteten vurderes ligeledes høj, idet lovgivninger hos Retsinformation og skattemæssige afgørelser er svære at manipulere med – de anses derfor som troværdige kilder at bygge teorien i dette projekt op omkring.

I forlængelse heraf benyttes kvantitativ- og deduktiv metode, da konklusionen i dette projekt opstilles på baggrund af nogle tal, som er beregnet på baggrund af den gældende lovgivning (Darmer, Jordansen, Madsen, & Thomsen, 2010). Dette taler ligeledes for den høje pålidelighed, som er omtalt ovenfor, da alle beregninger og data vil kunne fortolkes objektivt. Den deduktive metode vurderes at være hensigtsmæssig i forhold til projektets problemstilling, idet den som sagt afprøver og gennemgår den gældende lovgivning på området.

I den teoretiske del af dette projekt gøres der brug af den rets dogmatiske metode i forhold til deskriptive afsnit, analyser, fortolkning samt systematisering af gældende lovgivning med udgangspunkt i selskaber. På baggrund af dette vil det være muligt at fremkomme med en dybdegående beskrivelse af, hvilke muligheder der findes for gennemførsel af et generationsskifte samt en samlet forståelse for selve generationsskifteprocessen og de handlinger og overvejelser dette måtte medføre. Dette vil blive udført med udgangspunkt i retslige kilder, herunder afgørelser og svar fra Skattestyrelsen samt yderligere lovgrundlag. For at fremme læseres forståelse heraf, vil der løbende blive gjort brug af simple eksempler for at illustrere, hvordan de enkelte situationer vil se ud i praksis.

Efter indhentelse af teori og viden samt beskrivelse af modeller til brug for værdiansættelse af selskaber, vil der blive udarbejdet en dybdegående analyse af en casevirksomhed med generationsskifte til nærtstående familiemedlemmer som overordnet formål. Der vil blive gjort brug af både beskrivelses-, analyse- og lovgivningsmæssige redskaber til demonstration af, hvordan et generationsskifte kan gennemføres i praksis. Forudsætningerne i casevirksomheden vil blive vurderet og opstillet i henhold til relevans for opgaven, således de vigtigste elementer belyses.

5.1 Lovgrundlag

Nedenfor følger en oversigt over de i opgaven anvendte lovgivninger, samt hvilken forkortelse de i opgaven vil være beskrevet ved:

- ABL – Aktiebeskatningsloven
- BAL – Boafgiftsloven
- FUSL – Fusionsskatteoven
- KSL – Kildeskatteoven
- LL – Ligningsloven
- PSL – Personsskatteoven
- SEL – Selskabsloven
- SL – Statsskatteoven
- ÅRL - Årsregnskabsloven

5.2 Målgruppe

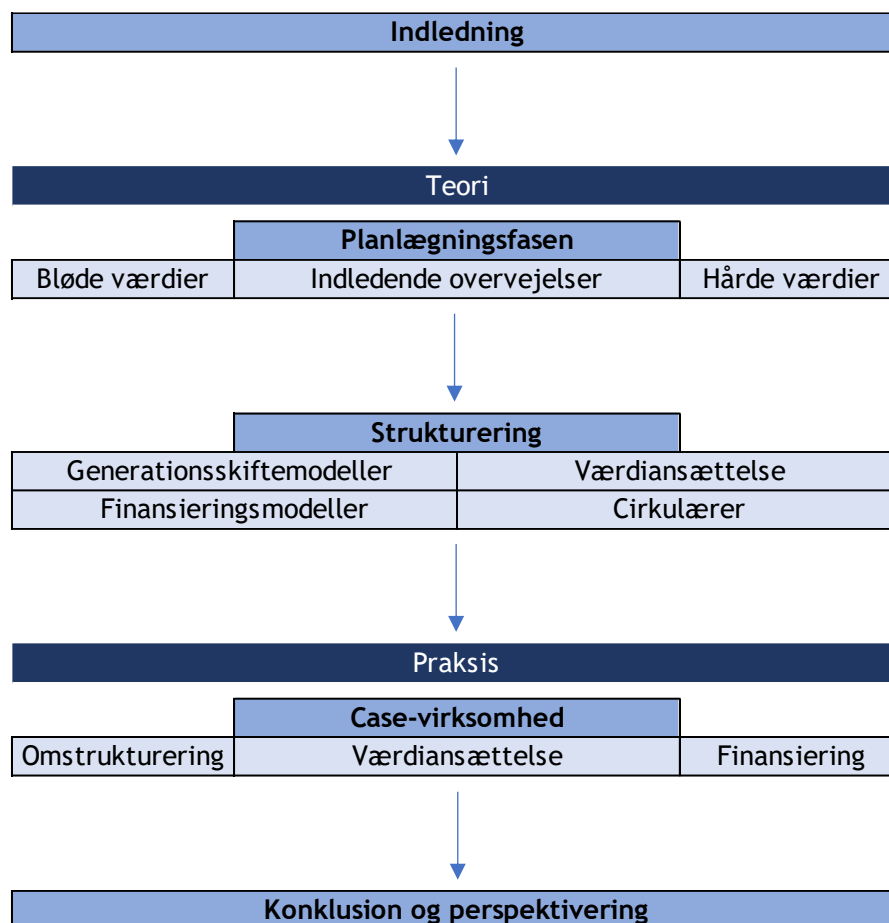
Målgruppen anses primært som værende hovedaktionærer i virksomheder, som i fremtiden ønsker at foretage et generationsskifte – formentlig til børn – og som derfor ønsker at planlægge dette, ved at søge overordnet viden på området. Yderligere vil dette projekt også være relevant i rådgivningsøjemed – og dermed for revisorer, advokater, konsulenter, mv. i forbindelse med tilegnelse af viden, modeller og teori på området.

Yderligere vil målgruppen for dette projekt være studerende med skatte- og erhvervsretlige fag, på samme måde som at det vil være relevant for studerende med erhvervsøkonomisk baggrund.

5.3 Kildekritik

Til brug for udarbejdelse af dette projekt er der gjort brug af artikler, tidsskrifter, lære- og fagbøger, faglitteratur, lovtekster mv., som anses som værende troværdige kilder, da disse er systematisk udvalgt. Intentionen i udvælgelsen af kilder har været med kvalitet for øje, for dermed at sikre en høj validitet i arbejdsprocessen. I denne forbindelse skal vigtigheden af at undersøge de indsamlede data og teori også pointeres, da der konstant sker ændringer i lovgivningen – prioriteringen af nøje udvælgelse af kilder har derfor lagt højt – dette er overvejende grad sket ved forholde sig til, om kilden stadig er gyldig samt kontrollere afsenderen/udstederen af det pågældende data. Dette afspejler sig ligeledes i de primære kilder, som er beskrevet under pkt. 5.

5.4 Struktur



Figur 1 – Oversigt over opgavestrukturen

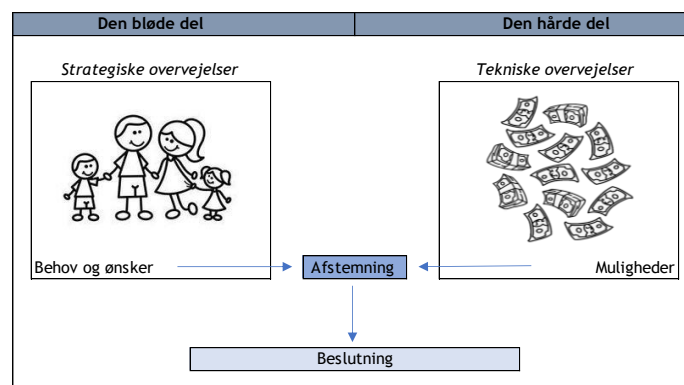
6 Planlægning af generationsskifte

Selve planlægningen af et generationsskifte optages allerede tidligt i forhold til, hvornår selve generationsskiftet forventes af finde sted. Formålet med dette er, at der i forbindelse med et generationsskifte ofte er en del overvejelser for hovedaktionæren - og på nogle punkter de modtagende parter – for at overdragelsen bliver succesfuld. Der vil ligeledes skulle laves nogle forberedelser inden det endelige generationsskifte kan foretages, således det kan gøres så gunstigt som muligt (Ivækst, 2020). Jo før disse overvejelser startes, jo større mulighed er der for at kunne foretage generationsskiftet så billigt som muligt.

Blandt disse overvejelser for hovedaktionæren er blandt andet følgende (ErhvervsNyhederne, 2016):

- Hvem skal overtage virksomheden?
- Hvordan skal ejerandele og stemmerettigheder fordeles?
- Hvordan skal generationsskiftet finansieres?
- Hvordan er hhv. overdrager og modtager økonomisk stillet efter generationsskiftet?
- Hvor lang tid skal generationsskiftet foretages over?
- Hvilke aktiver og passiver skal overdrages?
- Ud fra ovenstående; giver denne løsning anledning til udfordringer på familiefrenten?

Ud fra ovenstående ses det tydeligt, at god forberedelsestid er altafgørende for et vellykket generationsskifte (Revisionsfirmaet Peder Holt, 2021). Hvis ikke disse aspekter bliver nøje overvejet, kan et generationsskifte ligeledes gå ud over selve virksomheden og dens kunder. Et sådant generationsskifte er som udgangspunkt bestående af to faktorer; de bløde værdier og de hårde værdier.



Figur 2 - Bløde og hårde værdier

6.1 Bløde værdier

De bløde værdier – også kaldet de strategiske overvejelser - omfatter den nuværende ejers behov og ønsker til et fremtidigt generationsskifte, som ejeren og dennes familie forventer at få opfyldt. På dette punkt er det vigtigt at forholde sig til, om selve virksomheden skal føres videre i familien eller sælges til tredjemand. Yderligere skal det vurderes, hvem der har kompetencerne til at overtage lederrollen i virksomheden (Deliotte, 2010).

Inden for de bløde værdier er der især tre ting, som skal tages op til grundig overvejelse. Disse er som følgende:

- Familiemæssige overvejelser
- Ledelsesmæssige kompetencer
- Tidshorisonten

6.1.1 Familiemæssige overvejelser

Et typisk generationsskifte indebærer oftest en overdragelse af den givne virksomhed til et nærtstående familiemedlem. I den forbindelse er det vigtigt at gøre sig nogle overvejelser, da et sådant skifte vil kunne give anledning til konflikter i familien, hvis ikke der er lagt retningslinjer for generationsskiftet, så alle parter er indforstået med, hvordan det kommer til at foregå. Ved et generationsskifte vil der i langt de fleste tilfælde ske ændringer i større eller mindre grad, og det skal den tidligere ejer være indforstået med at være vidne til, hvis virksomheden eksempelvis overdrages til dennes børn.

De indledende overvejelser bør derfor gå på at få forventningsafstemt virksomhedens fremtid samt at have en åben dialog om driften heraf, således alle parter føler sig trygge i skiftet. I forlængelse heraf er det ikke sikkert, at den ældre generation har samme intentioner til skiftet som den yngre generation har – eventuelt har den yngre generation slet ikke lyst til at overtage familievirksomheden. Derfor er det vigtigt at få gjort sig disse overvejelser i god tid, således ejeren har mulighed for at finde en anden løsning inden generationsskiftet skal finde sted (Skatteministeriet, 1999).

6.1.2 Ledelsesmæssige kompetencer

For at der sker et vellykket generationsskifte er det ligeledes vigtigt at klarlægge de ønskede ledelsesmæssige kompetencer, der forventes af virksomhedens nye leder, således der ikke sker uoverensstemmelser på dette punkt allerede ved overdragelsen. Virksomhedens fremtidigt

væksttilgang vil derfor i overvejende grad afhænge af den nye leders evner. Det vil derfor ligeledes være vigtigt at vurdere, om den overtagende part er i stand til at klare de ledelsesmæssige opgaver, eller om vedkommende blot skal være ejer og medarbejder i virksomheden, mens der findes en anden leder, der har kompetencerne til at påtage sig rollen. Dette for at sikre at virksomheden gøres mest muligt succesfuld efter overdragelsen. På samme måde er det også her vigtigt, at disse overvejelser foretages i god tid, således der er mulighed for at finde de rette personer til overtagelsen, samtidig med at der er mulighed for at tage eventuelle kurser eller uddannelser, for at skabe de bedst mulige rammer for videreførelse af virksomheden (BDO, Generationsskifte - hjælp til de svære overvejelser, 2014).

6.1.3 Tidshorisonten

Endnu et vigtigt aspekt i et generationsskifte er stillingtagen til tidshorisonten, for at sikre at virksomhedens fremtid bedst muligt. God planlægning er derfor – som tidligere nævnt – en altafgørende faktor for en succesfuld overdragelse. At have tid nok til at foretage alle indledende overvejelser og tiltag i virksomheden medføre også en ro i maven hos ejeren, for hvem virksomheden er sit livsværk eller en virksomhed, som er ejet igennem flere generationer.

Ved at foretage de indledende overvejelser i god tid inden generationsskiftet rent faktisk skal finde sted, giver det ejeren mulighed for at sætte sit præg på diverse faktorer, ved at stå på sidelinjen og lære fra sig indtil generationsskiftet skal foretages. Dette vil naturligvis kun kunne ske i levende live, hvormed tidshorisonten atter anses som en vigtig faktor i planlægningsfasen. Denne generation har formentlig også svært ved at slippe sit livsværk eller den generationsejede virksomhed, så ved at fastlægge en fornuftig tidshorisont, har ejeren samtidig mulighed for at trappe gradvist ud af virksomheden – og dermed ikke skulle slippe alle tøjler på samme tid.

6.2 Hårde værdier

De hårde værdier – også kaldet de tekniske overvejelser - omfatter de reelle muligheder i forbindelse med det forestående generationsskifte. Dette gælder både på de juridiske, de finansielle samt de skattemæssige aspekter. Rentabilitet for både overdrager og erhverver er derfor i fokus, når der - som en del af de hårde værdier - skal foretages en værdiansættelse af virksomheden til brug for den kommende overdragelse.

Inden for de hårde værdier er der især tre ting, som skal tages op til grundig overvejelse. Disse er som følgende:

- Værdiansættelse
- Finansieringsmuligheder
- Hvilke aktiver skal indgå i generationsskiftet?

De hårde værdier vil som udgangspunkt være det primære fokus i dette projekt, idet relevante generationsskiftmodeller, værdiansættelsesmetoder, strukturering af generationsskifte, mv. er væsentlige faktorer i forbindelse med et vellykket generationsskifte. Dog er det vigtigt at pointere, at de bløde værdier har mindst lige så stor betydning for et vellykket generationsskifte.

6.2.1 Værdiansættelse

Korrekt værdiansættelse af en virksomhed er en vigtig faktor i forbindelse med generationsskifte. Der findes flere modeller, som hvor virksomhedens handelsværdi opgøres på forskellige grundlag, herunder eksempelvis fremtidig værditilvækst eller historiske data. Ud fra disse skat-tegodkendte modeller, vælges den beregning oftest, som tilgodeser generationsskiftet i sin helhed, ud fra hvem der overdrages til og hvilken pris der derved vil være mest gunstig for de implicerede parter. Her er det igen vigtigt at pointere, at valg af model i mange tilfælde hænger sammen med, hvem der overdrages til, og derfor vil det være ideelt, at disse overvejelser er gjort, inden det reelle generationsskifte skal finde sted.

Modellerne til brug for værdiansættelse af en virksomhed i forbindelse med et generationsskifte er beskrevet yderligere i pkt. 9.

6.2.2 Finansieringsmuligheder

I forbindelse med et generationsskifte afhænger finansieringsmulighederne oftest af, om generationsskiftet sker internt eller eksternt – oftest sker det internt, da det er nærtstående familiemedlemmer, virksomheden planlægges at skulle overdrages til.

I henhold til planlægningsdelen er det vigtigt at parterne foretager en forventningsafstemning i forhold til de gældende forhold for hver enkelt part. Gevinsten ved et salg spiller eksempelvis ikke en lige så stor rolle, når der overdrages til nærtstående familiemedlemmer modsat, hvad den ville gøre, hvis det var en tredjemand, der skulle overtage virksomheden (Deliotte, 2010).

Finansieringen heraf kan foretages med kontanter, gældsbev, gave, lån, mv. – det betyder, at der er mange muligheder, hvorfor det er vigtigt allerede i planlægningsfasen at undersøge, hvilken mulighed der vil være den optimale for de implicerede parter. Uanset hvilken mulighed der gøres brug af, kræver det forberedelse, hvormed overvejelserne omkring dette skal foretages i god tid.

Finansieringsmulighederne vil blive beskrevet yderligere i pkt. 10.

6.2.3 Hvilke aktiver skal indgå i generationsskiftet?

I forbindelse med generationsskifte skal der ligeledes ske overvejelse omkring, hvor stor en del af virksomheden der skal overdrages, herunder om virksomheden undertrykkes af pengetanksreglen og om det derfor er nødvendigt at ude holde nogle aktiver fra generationsskiftet. Der kan også være andre årsager til, at nogle aktiver ikke ønskes overdraget, og derfor bør overdrageren i god tid inden selve generationsskiftet overveje, hvilke aktiver der skal overdrages, for dermed at kunne foretage generationsskiftet bedst muligt.

Pengetanksreglen vil blive beskrevet yderligere i pkt. 8.1.1.

7 Hvem skal der overdrages til?

Det første der bør overvejes i forbindelse med et generationsskifte er, hvem der skal overdrages til – dette vil bl.a. kunne være til et nærtstående familiemedlem, en medarbejder eller en tredjemand. Virksomhedsejerens behov skal derfor tages i betragtning, når vedkommende i samspil med erhververen skal beslutte, om det er den rigtige konstellation i forhold til overtagelse af virksomheden. Et sådant generationsskifte vil formentlig i langt de fleste tilfælde udforme sig på forskellige måder, alt efter hvem der skal overdrages til.

7.1 Familie

Første mulighed i forbindelse med et generationsskifte er overdragelse til et eller flere familiemedlemmer, da dette oftest er et meget følelsesmæssigt punkt for både overdrager og erhverver, så er det ligeledes en meget risikofyldt generationsskiftemulighed. Disse risici kan bl.a. være, at overdrageren ikke mener, at erhververen driver virksomheden, som vedkommende ønskede. Modsat vil overdrageren kunne hive al likviditet ud af virksomheden i forbindelse med generationsskiftet, hvormed virksomhedens muligheder for værditilvækst i fremtiden vil være reduceret for erhververen (Deliotte, 2010). I forlængelse heraf vil det derfor være en god idé at påbegynde disse overvejelser tidligt i processen, således begge parter kan komme med deres ønsker til generationsskiftet, så alle er fuldt indforstået med og enige om, hvordan det kommer til at foregå.

Den typiske fordel ved overdragelse til familiemedlem er, at den tidligere virksomhedsejer vil kunne følge med på tæt hånd i det første stykke tid, hvormed begge parter kan sikre sig, at virksomhedens drift følger forventningerne hertil.

I forhold til værdiansættelse af virksomheden, når der skal ske overdragelse til familiemedlemmer, vil det primære fokus i langt de fleste tilfælde være, at opnå en så lav værdiansættelse som muligt – dels for at overdrager opnår så lav en beskatning som muligt, men også så erhververen kan overtage virksomheden til den lavest mulige værdi – altså ønskes overdragelse til familie ofte lige så fordelagtig for den erhvervende part som for den overdragende part, således begge parter opnår så stor en skattemæssig fordel som muligt.

7.2 Medarbejdere

Det primære formål i forbindelse med et generationsskifte er oftest, et ønske om fortsat drift fra ejerens side. Derfor vil generationsskifte til familie ikke altid være det optimale, taget i betragtning af at familiemedlemmer ikke altid har samme ønsker til deres fremtidige erhverv. En mulighed her ville være at overdrage virksomheden til en medarbejder, som har kendskab og indsigt i virksomheden, og som dermed har til hensigt at skabe værditilvækst i virksomheden.

Overdragelsen vil i denne situation formentlig være mindre kompleks, idet vedkommende allerede kender til de interne og eksterne faktorer i virksomheden. Ved overdragelse til en medarbejder vil virksomhedsejeren formentlig i nogle tilfælde ikke have et behov for at maksimere profitten, men heller ikke foretage generationsskifte så billigt som muligt – derfor vil værdiansættelsen formentlig ske med udgangspunkt i andre faktorer end de øvrige generationsskiftemuligheder.

7.3 Tredjemand

I tilfælde af at hverken familie eller medarbejdere har interesse i at overtage virksomheden, vil en mulighed være at overdrage virksomheden til en uafhængig tredjemand.

Hvis overdragelsen skal ske til tredjemand, vil værdiansættelsen alt andet lige blive vurderet højere, end hvis generationsskiftet sker i familiemæssig henseende (Deliotte, 2010). En overdragelse til tredjemand vil derfor som oftest ske med udgangspunkt i at maksimere profitten. Internt og eksternt generationsskifte er altså derfor to vidt forskellige ting, da fokuspunkterne er markant anderledes – altså ønskes overdragelse til tredjemand oftest så økonomisk fordelagtig som muligt for overdrager.

Én ting er dog gennemgående i de fleste generationsskifter – overdrageren ønsker en optimal overdragelse på både det personlige og økonomiske punkt.

8 Strukturering af generationsskifte

Når det er besluttet hvem der skal overtage virksomheden, er det vigtigt at overveje, hvorvidt den pågældende virksomhed har den rette struktur til overdragelsen - eller om der er behov for omstrukturering for at tilgodese det forestående generationsskifte. Ligeledes er selve overdragelsesmetoden også vigtig at gøre sig tanker om, da de givne muligheder ved et generationsskifte i al sin enkelthed afhænger af de involverede parter individuelle muligheder og ønsker. I nogle tilfælde vil én struktureringsmodel være mere fordelagtig i forhold til en anden, hvorfor det er vigtigt at kende til de forskellige muligheder inden for omstrukturering og strukturering af et generationsskifte i praksis.

8.1 Skattemæssig succession

Overdragelse af et selskab vil normalvis udløse en avancebeskatning efter realisationsprincippet hos sælgeren. Dette kan dog undgås, hvis overdragelsen sker med skattemæssig succession, også kaldet skattefri aktieoverdragelse. Dette betyder, at køberen succederer i sælgerens skattemæssige stilling. Sælgeren vil dermed ikke blive beskattet af en avance ved overdragelsen, men derimod først når den nye ejer atter afstår virksomheden. Det betyder, at der ikke er tale om skatteunddragelse, da beskatning ikke undgås ved denne metode, men skatten blot forbliver latent indtil der en dag sker overdragelse uden succession. I praksis betyder det i al sin enkelthed, at køberen anses for at have erhvervet de givne aktiver til den anskaffelsessum, som sælger i sin tid, har erhvervet dem til – og ligeledes på samme tidspunkt. Den skattemæssige værdi vil derfor overgå til køberen. Den skattemæssige avance vil sælgeren ikke på dette tidspunkt skulle beskattes af, da sælger har overdraget aktiver og forpligtelser, og køberen nu er trådt i sælgers stilling (Deloitte, 2019).

Det er her vigtigt at fremhæve, at der udelukkende kan foretages succession, hvis overdragelse af virksomheden vil medføre en avance, og ikke et tab, jf. ABL § 34 stk. 4 – dette vil i særdeleshed være med til at sikre, at der ikke sker likviditetsbelastning i forbindelse med overdragelse af virksomheder, da beskatning af avancer udskydes, så disse ikke forfalder på overdragelsestidspunktet, jf. ABL § 34 stk. 2.

Det er et krav, at successionen skal ske til en person som er fuldt skattepligtig til Danmark efter KSL § 1, således gevinsten ved et senere salg af de overdragede anparter beskattes efter de danske regler. (SKAT, C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession, 2022)

Muligheden for skattemæssige succession kan dog ikke benyttes af alle, men kun nærtstående parter (fysiske personer) – og dermed som led i generationsskifte. Nærtstående parter omfatter følgende, jf. KSL § 33C:

- Børn
- Børnebørn
- Søskende
- Søskendes børn
- Søskendes børnebørn
- Samlever, jf. BAL § 22, stk. 1, litra d

Adoptiv- og stedbørn sidestilles med naturlige slægtsforhold, jf. ABL § 34 stk. 1. Her er det vigtigt at bemærke at begge parter i et generationsskifte skal være omfattet af reglerne – ellers vil det ikke være muligt at succedere.

Som det fremgår ovenfor, er ægtefæller dog som udgangspunkt ikke omfattet, men der kan her ske overdragelse efter kildebeskatningsloven. For at sikre at der sker beskatning af en eventuel fremtidig avance, skal ægtefællen ligeledes være fuldt skattepligtig i Danmark, jf. KSL § 1. Den forretningsmæssige intention skal klarlægges og begrundes, således at der ikke er tvivl om, at køberen overtager forretningen med videreførelse for øje – sker dette ikke, vil det ikke være muligt at foretage et generationsskifte med skattemæssig succession.

Ved overdragelse af aktier skal der altid ske overdragelse af mindst 1% af anpartskapitalen, jf. ABL § 34 stk. 1 nr. 2. Yderligere skal det sikres, at der er tale om en af de i ABL § 1 stk. 2 beskrevne områder – herunder bl.a. aktier, anparter, m.fl. Er virksomhedens primære formål passiv kapitalanbringelse – også kaldet en pengetank - eller bortforpagtning af fast ejendom, da vil der ikke kunne ske overdragelse med skattemæssig succession, jf. ABL § 34 stk. 1 nr. 3. Dette vil blive nærmere beskrevet nedenfor.

8.1.1 Pengetanksreglen

Hvis der skal ske overdragelse af en virksomhed med skattemæssig succession, så må virksomheden ikke anses som en pengetank. Det betyder, at virksomhedens primære formål er passiv kapitalanbringelse eller bortforpagtning af fast ejendom.

En virksomhed siges at have passiv kapitalanbringelse, hvis hovedaktiviteten består i fast ejendom eller anden finansiell aktivitet i form af handel med værdipapirer, investering, kontante beholdninger, besiddelse af kapitalandele i andre selskaber mv. Ifølge aktiebeskatningsloven anses en virksomhed for at bestå af passiv kapitalanbringelse, hvis mindst 50% virksomhedens indtægter og/eller aktiver stammer fra nogle af de ovenfor nævnte kategorier, jf. ABL § 34 stk. 6. Dette kontrolleres ud fra indtægts- eller aktivkriteriet, som er en gennemsnitsbetragtning over de seneste 3 år (eller de år virksomheden har eksisteret). Disse er beskrevet nedenfor:

8.1.1.1 Indtægtskriteriet

50% af virksomhedens indtægter relaterer sig til fast ejendom, handel med værdipapirer, besiddelse af kontanter eller lignende (SKAT, C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession, 2022).

8.1.1.2 Aktivkriteriet

Handelsværdien for de af virksomheden ejede faste ejendomme, som ikke benyttes i daglig drift, værdipapirer eller lignende overstiger 50% af virksomhedens samlede aktiver. Aktiverne opgøres enkeltvis (SKAT, C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession, 2022).

Er det tilfældet at den givne virksomhed anses som en pengetank vil et generationsskifte ikke kunne gennemføres med princippet omkring skattemæssig succession – ligeledes er det med til at sikre, at der kun succederes i aktive virksomheder, som ikke har til formål at være en pengetank. På den måde sikres det ligeledes, at der ikke kan ske overdragelse af relativt store værdier fra én generation til en anden uden at det udløser en beskatning.

8.2 Almindelig overdragelse

8.2.1 Holdingselskab

I forbindelse med et generationsskifte vil det i langt de fleste tilfælde være til gavn, at der oprettes holdingselskaber hos begge generationer. På den måde sker handlen ikke i personligt regi, men derimod imellem holdingselskaberne, hvor beskatning af handlen undgås (Advodan, 2017). Stiftelse af holdingselskaber kan også fordelagtigøre overdragelsen, forstået på den

måde at aktiverne fra det pågældende driftsselskab kan placeres på en fordelagtig måde, således at pengetanksreglen undgås. Desuden kan der som sagt ske skattefri overdragelse af finansielle midler til indehaverens holdingselskab, således grænsen for pengetanksreglen ikke overskrides, inden de resterende aktiver og forpligtelser i driftsselskabet overdrages til næste generation (ErhvervsNyhederne, 2015). Ikke nok med at oprettelse af holdingselskaber er skattemæssig fordelagtig, så er det ligeledes mindre likviditetskrævende, på samme måde som det letter det dertilhørende juridiske forestående. Dette bør gøres i god tid – gerne allerede i forbindelse med stiftelse af driftsselskabet – da der på denne måde vil være bedre muligheder for at slanke selskabet. Dette vil blive beskrevet yderligere i af de følgende afsnit (Hviid Advokater, u.d.).

8.2.2 Fusion

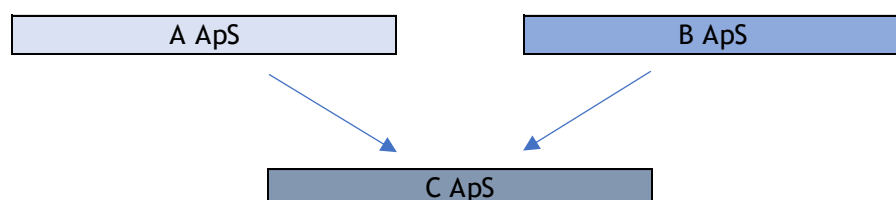
Fusion ses ofte som et led i forbindelse med generationsskifte. Det betyder grundlæggende, at to eller flere selskaber sammensmelter deres aktiviteter eller overdrager aktiver og passiver til et andet selskab. Dette opfattes oftest som en køb- og/eller salgssituation, hvor aktiverne overdrages til det modtagende selskab til opgjorte handelsværdier.

En af fordelene ved fusion i forbindelse med generationsskifte er, at der ofte sker branchekonsolidering – altså skulle de involverede parter gerne kunne se, at der kan ske en form for værdiskabelse, som den enkelte virksomhed ikke tidligere ville kunne opnå. I nogle tilfælde vil det derfor være optimalt at fusionere med en konkurrent, idet begge de forhenværende selskaber vil komme stærkere ud på den anden side.

Nedenfor følger en beskrivelse af de forskellige muligheder for fusion.

8.2.2.1 Egentlig fusion

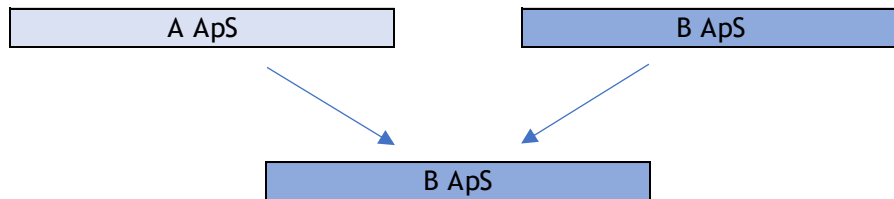
En egentlig fusion defineres ved at to eller flere selskaber smelter sammen til ét nyt samlet selskab, hvortil aktiverne og passiverne overdrages.



Figur 3 - Egentlig fusion

8.2.2.2 Uegentlig fusion

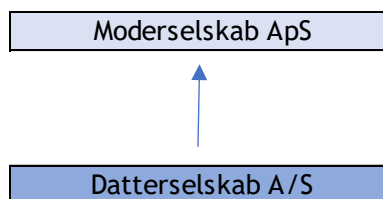
En uegentlig fusion defineres ved, at to eller flere selskaber opløses uden likvidation i forbindelse med overdragelsen af aktiver og passiver til et andet fortsættende selskab (ErhvervsNyhederne, 2015).



Figur 4 - Egentlig fusion

8.2.2.3 Lodret/vertikal fusion

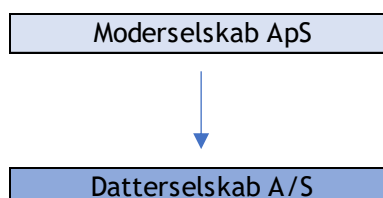
Når der er tale om en lodret fusion, betyder det at et driftsselskab sammensmeltes med det dertilhørende moderselskab, ved at datterselskabet indskyder samtlige aktiver og passiver i moderselskabet.



Figur 5 - Lodret/vertikal fusion

8.2.2.4 Omvendt lodret fusion

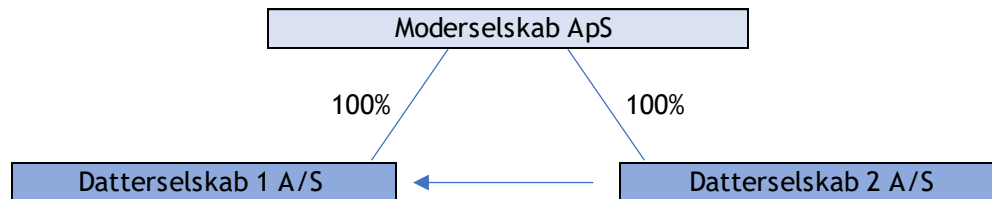
Hvis der – modsat lodret fusion – er tale om en omvendt lodret fusion, betyder det ligeledes, at driftsselskabet sammensmeltes med det dertilhørende moderselskab – her er det blot moderselskabet, der indskyder samtlige aktiver og passiver i datterselskabet.



Figur 6 - omvendt lodret fusion

8.2.2.5 Vandret/horizontal fusion

Er der tale om en horizontal fusion betyder det, at to i forvejen uafhængige selskaber fusioneres – også kaldt på sideordnet niveau.



Figur 7 - Vandret/horizontal fusion

8.2.2.6 Skattepligtig fusion

Skattepligtige fusioner foretages kun sjældent, da en skattepligtig fusion vil ende med en op-hørsbeskatning, jf. SEL § 5 – derudover vil det medføre aktiebeskatning i henhold til aktiebe-skatningsloven hos aktionærerne. Samtlige aktiver og passiver kommer derfor til beskatning efter de til enhver tid gældende regler for de enkelte aktiver og passiver, samtidig med at der sker afståelsesbeskatning hos det overdragende selskab – dermed behandles en skattepligtig fusion som en likvidation, på trods af at den gennemføres som en fusion på det selskabsretlige punkt. Det betyder i al sin enkelthed, at skatteforholdene hos både det indskydende og det modtagende selskab er uden betydning for hinanden. Hvert selskab beskattes altså individuelt ud fra de i selskabsloven angivne bestemmelser. Dette betyder ligeledes, at det overtagne selskabs underskud fra tidligere år mistes, mens det modtagne selskabs underskud fra tidligere år vil kunne benyttes i samme omfang, som inden fusionen havde fundet sted. Det samme gælder kildeartsbegrænsede tab (Olesen, 2020). Den skattemæssige virkning træder i kraft på vedtagelsestidspunktet, jf. SEL § 8 A stk. 1. Det er dog muligt at tillægge fusionen skatte-mæssig tilbagevirkende kraft til skæringsdagen for det modtagende selskabs regnskabsår og den til fusionen udarbejdede åbningsbalance, hvis dette ønskes, jf. SEL § 8 A stk. 2.

8.2.2.7 Skattefri fusion

Skattefrie fusioner foretages oftere end skattepligtige fusioner, idet det modtagende selskab succederer i det overdragende selskabs skattemæssige stilling, jf. FUSL § 8. Som tidligere nævnt sker der ikke beskatning af eventuelle gevinster på overtagelsestidspunktet, da det mod-tagende selskab træder i det ophørende selskabs skattemæssige stilling med de anskaffelses-summer, afskrivninger, mv., som måtte være i det ophørende selskab på overdragelsestidspunk-tet. Der skal først ske avancebeskatning på det tidspunkt, hvor det overtagende selskab afstår

de pågældende aktiver. Ligeledes sker der ej heller beskatning hos de tidligere selskabsdeltagere ved en skattefri fusion, idet de modtager kapitalandele i det modtagende selskab til gengæld, jf. FUSL § 11. Dette gælder for lodrette og vandrette fusioner.

For omvendt lodrette fusioner, hvor moderselskabet indskydes i datterselskabet, gælder det ligeledes, at der oftest modtages kapitalandele i det modtagende selskab, også kaldet egne aktier. Der vil i begge tilfælde først ske beskatning, når disse kapitalandele afstås, dette anses som vederlag til selskabsdeltagerne i forbindelse med fusionen, jf. FUSL § 2. Udgøres vederlaget derimod af kontanter, vil fusionen blive skattepligtig. Vederlaget i forbindelse med en fusion vil som udgangspunkt ikke kunne udelades – ej heller hvis det er samme hovedaktionær i begge virksomheder (Seehausen, 2018). Sker der delvis vederlæggelse i hhv. kontanter og kapitalandele, da vil den kontante andel anses som udbytte, og dermed blive beskattet af de til enhver tid gældende regler på dette område.

Ved skattefri fusion kan underskud fra tidligere år ikke modregnes det fusionerede selskab. Det betyder i praksis, at det modtagende selskab ikke ville kunne udnytte underskud, som tidligere er opstået, jf. FUSL § 8 stk. 6. Dette er dermed den største konsekvens i forbindelse med gennemførelse af skattefri fusion, og grunden til dette er for at undgå eliminering af skattemæssige overskud i ét selskab ved fusion med et selskab med skattemæssige underskud. Det gælder dog ikke underskud, som er opstået under sambeskatningen – dette vil kunne udnyttes i hele sambeskatningskredsen.

Om en fusion gennemføres skattefrit eller med beskatning vurderes fra sag til sag, da dette i høj grad afhænger af bl.a. uudnyttede underskud fra tidligere år, osv. Der kan derfor være tilfælde, hvor den ene form for fusion er mere gunstig end den anden – og omvendt (Olesen, 2020).

8.2.3 Spaltning

Spaltning ses ofte som et led i forbindelse med generationsskifte. Det betyder grundlæggende, at selskabets aktiviteter, herunder aktiver og gældsforpligtelse, opdeles i to eller flere separate selskaber.

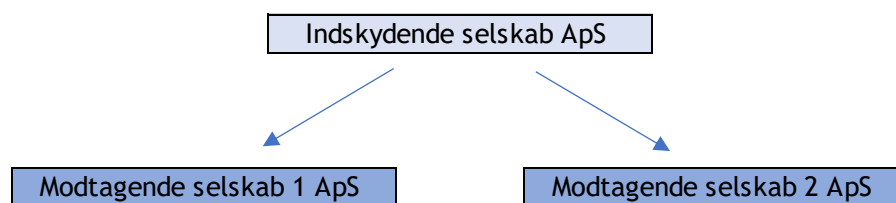
Fordelen ved spaltning i forbindelse med generationsskifte vil være, at en virksomhed opdeles i flere mindre virksomheder, hvor de overtagende parter kan modtage hvert deres selskab, hvorved det sikres at alle parter får en andel i virksomheden (Advokatgruppen, u.d.). For at kunne gennemføre en sådan spaltning kræver det dog, at der foreligger et beslutningsgrundlag. Det

betyder i praksis, at der skal udarbejdes en spaltningsplan inkl. mellembalance, vurderingsberetning mv. – dette vil en revisor skulle assistere med.

Der kan både foretages skattepligtig og skattefri spaltning, og vederlæggelse for dette vil være i form af aktier i det modtagne selskab – og en eventuel supplerende kontant betaling, jf. FUL § 15 a, stk. 2. Der skelnes oftest mellem to former for spaltning – nemlig ophørsspaltning og grenspaltning.

8.2.3.1 Ophørsspaltning

Når der foretages ophørsspaltning, opløses det spaltede selskab uden likvidation¹, hvor selskabets aktiver og gældsforpligtelser overføres til to eller flere nye eller eksisterende selskaber. Ved denne form for spaltning er der fri bevægelighed mellem aktiver og gældsforpligtelser, hvilket betyder at der kan gøres brug af muligheden for udskillelse af dele af virksomheden. Ophørsspaltning kan bl.a. se ud som følgende.



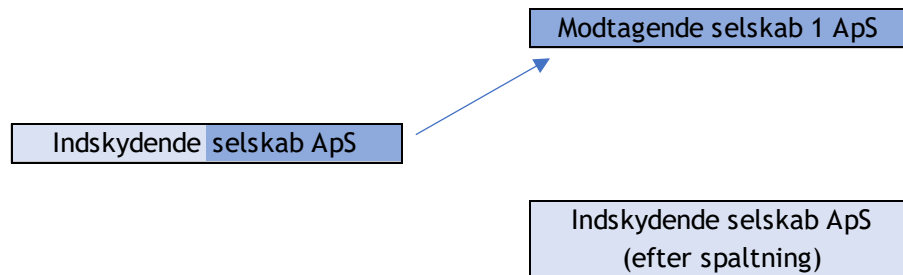
Figur 8 - Ophørsspaltning

8.2.3.2 Grenspaltning

Når der foretages grenspaltning, fortsætter det spaltede selskab med en del af virksomhedens aktiviteter, mens de resterende aktiver og gældsforpligtelser overføres til et eller flere nye selskaber (Revisorfirmaet Ødegård ApS, u.d.). Selskabet opdeles ofte i en pengetanksdel samt en driftsdel, hvor pengetanksdelen kan bruges som en del af ejernes fremtidige pensionsopsparing, mens selve driftsdelen overgår til nogle nye ejere, som dermed kan drive forretningen videre (BDO, 2019). På den måde vil det givne selskab fortsætte med at eksistere ved blot at udskille en del af virksomheden. Fordelene ved grenspaltning er i visse tilfælde at få delt virksomheden

¹ Frivillig afvikling af selskab

aktiviteter op i flere virksomheder, således at der ikke opstår risiko i den ene del, hvis der foretages en risikabel investering i den anden del (Selskabsadvokaterne, u.d.) - på den måde gøres aktiviteterne helt uafhængige af hinanden. Grenspaltning kan bl.a. se ud som følgende.



Figur 9 - Grenspaltning

8.2.3.3 Skattepligtig spaltning

En skattepligtig spaltning vil medføre en avancebeskatning af de afståede aktiver og gældsforpligtelser på overdragelsestidspunktet. En skattepligtig spaltning vil – i modsætning til skattepligtig fusion - ikke kunne foretages med skattemæssig tilbagevirkende kraft – dette gælder både ved ophørs- og grenspaltning, som er yderligere beskrevet nedenfor.

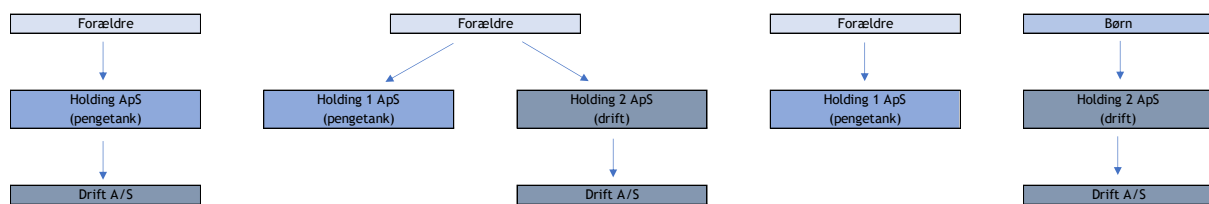
Foretages der en skattepligtig ophørsspaltning vil spaltningen skulle foretages som en likvidation, hvilket vil medføre afståelsesbeskatning. Det betyder ligeledes, at uudnyttede underskud fra tidligere år bortfalder og vil ikke kunne udnyttes i de modtagende selskaber. Det samme gælder kildeartsbegrænsede tab.

Foretages der derimod en skattepligtig grenspaltning, vil spaltningen medfører afståelsesbeskatning på de afstående aktiver og passiver hos selskabet, mens det hos hovedaktionæren vil blive beskattet som udbytte. Ej udnyttede skattemæssige underskud vil kunne bevares til senere brug i den fortsættende del af selskabet – det samme gælder kildeartsbegrænsede tab.

8.2.3.4 Skattefri spaltning

I forbindelse med spaltning af et selskab, gør skattelovgivningen det muligt at foretage overdragelsen skattefrit – overdragelsen gunstiggøres dermed på den korte bane, idet der ikke skal ske beskatning hos overdrageren. Denne metode bruges ofte til generationsskifte af familieejede virksomheder. Overdragelsen kan både ske som ophørs- og grenspaltning, som tidligere er beskrevet.

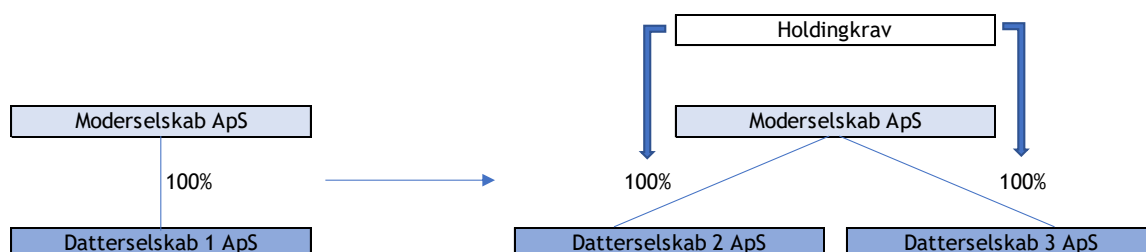
En skattefri spaltning vil være essentiel i forbindelse med overdragelse af ejerandele fra forældre til børn – dermed generationsskifte –, da ejerstrukturen gøres fleksibel på den måde, at børnene overtager ejerandele, mens forældrene fortsat beholder stemmerettighederne. På den måde vil generationsskiftet så småt indledes på en økonomisk fornuftig måde. I forlængelse heraf vil der også kunne gøres brug af skattefri spaltning til at opdele selskabet i mindre aktivitetsgrupper, så modtagerne af virksomheden har mulighed for at starte enkelte selskaber med hver sin aktivitet fra det tidligere selskab (BDO, 2019). En sådan spaltning ville kunne se ud som følgende:



Figur 10 - Skattefri spaltning

I ovenstående figur vil aktierne i holdingselskabet som udgangspunkt ikke kunne overdrages med skattemæssig succession, da dette holdingselskab er en pengetank. Derfor foretages der en ophørsspaltning for det pågældende selskab, hvor det ene dermed fortsætter som en pengetank i et nyetableret holdingselskab, mens det andet nyetablerede holdingselskab bliver successionsberettiget. Det successionsberettigede selskab vil herefter kunne overdrages til børnene.

Skattefri spaltning kan foretages med eller uden tilladelse af SKAT. Foretages det uden tilladelse vil der dog opstå et holdingkrav. Dette betyder at selskaber, der ejer mere end 10% af kapitalen i det pågældende selskab ikke må afstå aktierne i det selv samme selskab i den første 3-årige periode efter vedtagelse af spaltningen (SKAT, C.D.7.2.1 Hovedregler vedrørende spaltning, 2022), jf. FUL § 15a stk. 1 pkt. 5. Hvis der alligevel sker afståelse indenfor en 3-årig periode, vil spaltningen blive skattepligtig. Holdingkravet gælder kun selskaber, og dermed ikke fysiske personer.

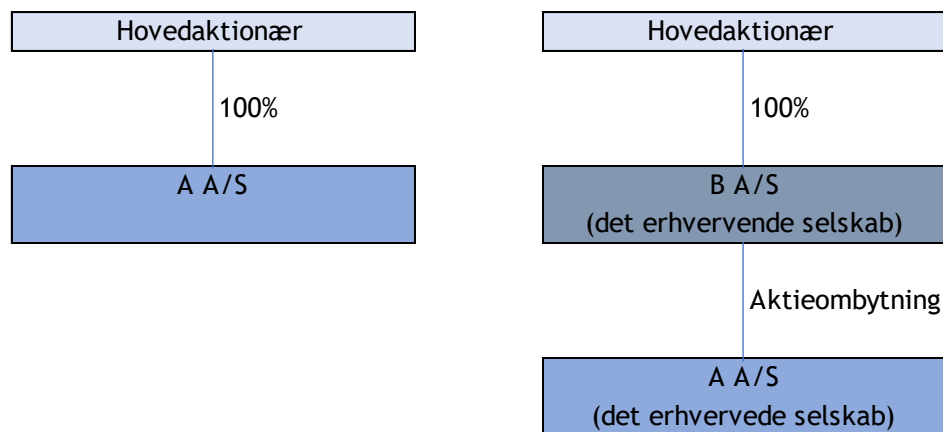


Figur 11 - Holdingkrav i praksis

Skattefri spaltning kan som tidligere nævnt også foretages med tilladelse af SKAT – her ville det blot skulle bevises, at afståelsen er sket i forretningsmæssig henseende (SKAT, C.D.7.2.1 Hovedregler vedrørende spaltning, 2022).

8.2.4 Aktieombytning

Som et led i generationsskifte kan der også foretages aktieombytning, hvilket i praksis betyder, at der sker overdragelse af kapitalandele i ét selskab – også kaldet det erhvervede selskab – mod vederlag i form af kapitalandele i et andet selskab – også kaldet det erhvervende selskab, jf. ABL § 36. Som udgangspunkt vil det erhvervende selskab oprettes som holdingselskab for det erhvervede selskab – dette er dog ikke et krav, men blot sådan det udføres i langt de fleste tilfælde.



Figur 12 - Aktieombytning

8.2.4.1 Skattepligtig aktieombytning

Hvis der foretages en skattepligtig aktieombytning, vil der ske beskatning af den opgjort aktieavance hos det erhvervede selskab – nærmere bestemt for aktionærerne i dette selskab. Avancen skal opgøres på baggrund af handelsværdien på den dag, aktieombytningen er vedtaget. En undtagelse er dog datterselskabsaktier og koncernselskaber – her vil der være skattefrihed. Idet der sker avancebeskatning, undgås dermed afståelsesbeskatning, ligesom uudnyttede underskud fra tidligere år og kildeartsbegrænsede tab bevares til fremtidigt brug.

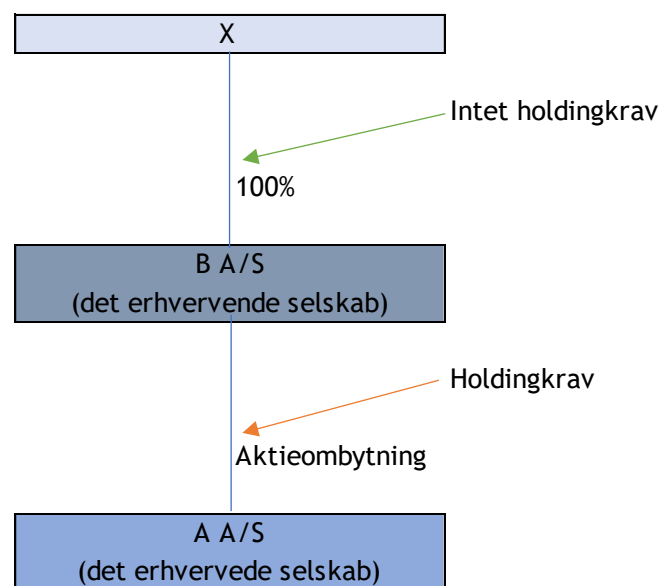
8.2.4.2 Skattefri aktieombytning

Hvis der derimod foretages en skattefri aktieombytning, er det en betingelse, at det erhvervende selskab opnår flertal af stemmerne i det erhvervede selskab. Hvis dette allerede gør sig gældende, vil det erhvervende selskab skulle erhverve yderligere aktier/anpartar i det erhvervede

selskab. Det vil sige, at der kan ombyttes flere aktier uden skattepligt. Er dette fortsat ikke tilstrækkeligt, skal der ske udligning i form af en kontant sum. I forbindelse hermed er det vigtigt at gennemgå de foreliggende ejeraftaler, for at sikre, at der ikke i disse, er forhold der taler i mod, at det erhvervende selskab opnår flertal af stemmerne i det erhvervede selskab.

Skattefri aktieombytning kan, ligesom spaltning, foretages både med og uden tilladelse fra skat-testyrelsen. For at foretage skattefri aktieombytning med tilladelse fra skattestyrelsen, skal der efter ABL § 36 stk. 3 foreligge en dybdegående forretningsmæssig beskrivelse, da en tilladelse fra Skattestyrelsen udelukkende gives, hvis det sker i forretningshenseende, og dermed ikke ud fra personlige ønsker. Gives denne tilladelse er det ligeledes en betingelse, at selskabet påtager sig en oplysningspligt, for så vidt angår væsentlige ændringer til de forudsætninger, som ligger til grund for tilladelsen.

Foretages aktieombytningen uden tilladelse skal man, ligesom ved spaltning, være opmærksom på holdingkravet. Det betyder som sagt, at erhvervede aktier/anparter ikke må afstås i den første 3-årige periode efter vedtagelse af selve aktieombytningen. Hvis selskabet går konkurs eller aktierne afstås indenfor denne periode, vil hele aktieombytningen blive skattepligtig.



Figur 13 - Konsekvenser ved aktieombytning uden tilladelse

I forbindelse med skattefri aktieombytning uden tilladelse er der blot krav om, at der sker oplysning til Skattestyrelsen ved hjælp af selvangivelsen, hvorpå det skal angives, at det pågældende selskab har gjort brug af skattefri aktieombytning.

Ombytningsforholdene kan opgøres på to måder, og varierer i forhold til, om der kan opnås utilsigtede skattemæssige fordele eller ej. Er situationen sådan, at der ikke vil kunne opnås utilsigtede skattemæssige fordele, står ombytningsforholdene frit for. Ombytningsforholdene skal modsat ske til handelsværdier, hvis der kan opnås utilsigtede skattemæssige fordele.

Skattefri aktieombytning kan ikke foretages med tilbagevirkende kraft, jf. ABL § 36 stk. 4, sidste punktum. Erhvervede aktier/anparter anses som ombyttet på vedtagelsesdagen, og ABL § 36 stk. 4, sidste punktum knytter sig derfor alene til anskaffelsestidspunktet for aktierne/anparterne.

9 Til hvilken pris skal der overdrages

Når det er bestemt hvem der skal overtage virksomheden og hvorledes generationsskiftet skal struktureres, er næste skridt i fasen er at finde ud af, til hvilken værdi der skal ske overdragelse.

Der findes flere forskellige værdiansættelsesmetoder, som kan anvendes, når en virksomhed skal værdiansættes. Hver metode gør brug af nogle forskellige tilgange til værdiansættelse – nogle metoder er mere fokuseret på historiske tal, mens andre metoder kigger mere på forventningerne til fremtiden.

I det kommende afsnit vil formålet være at belyse de forskellige metoder til værdiansættelse på baggrund af, hvilke metoder, der er anerkendte som værende acceptable. Derudover vil der være gennemgange af disse samt beskrivelse af fordele og ulemper ved anvendelse af de forskellige tilgange. Som tillæg hertil vil der også fremgå forskelle mellem teoretiske tilgange versus praktiske tilgange inklusiv de problematikker, der kan, og typisk vil opstå, alt afhængig af ens perspektiv på situationen.

9.1 Værdiansættelse via DCF-modellen (discounted cash flow)

DCF-modellen er en af de mest gængse værdiansættelsesmetoder, da den er meget anerkendt på diverse universiteter, i erhvervslivet, i udlandet osv. De fleste værdiansættelser har antageligvis været igennem en sådan beregning.

Modellen er – for det første – en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel. Dette betyder, at værdien ønskes fundet via frit cash flow opgjort som den tilbagediskonteret værdi heraf. Med andre ord betyder det, at værdien af en virksomhed findes på baggrund af de pengestrømme, der måtte tilfalde virksomheden indenfor en given periode. Disse værdier opgøres derefter til nutidsværdier, hvilket betyder, at det opgøres, hvor meget det forventede gevinst/tab vil være på nuværende tidspunkt, efter der er taget højde for inflation, renter, skatter m.v. Det kan være nemmere at overskue, om der er tale om en god eller dårlig investering/opkøb, når det hele opgøres i værdier på beregningstidspunktet fremfor x-perioder ud i fremtiden, da det kan være svært at forholde sig til. Ønskes der at foretage et virksomhedsopkøb for 100 mio. kr. mod, at de forventede pengestrømme vil give opkøber en gevinst på 100 mio. kr. over 10 år? Umiddelbart lyder det meget godt, men der skal tages højde for renteniveauet – herunder WACC'en –, sikkerhedsgraden af det frie cash flow m.fl. for at det kan konkluderes, om der har været tale om en god investering eller ej. Dette skal også ses i forhold til, hvad der ellers ville kunne

genereres af overskud af på de pågældende investeringer, hvis pengene havde været investeret i et andet projekt.

Formlen i DCF-modellen ser ud på følgende måde, når det antages, at afkastkravet er konstant:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (\text{Skattestyrelsen, 2019})$$

Formlens indhold kan oversættes til følgende:

- EV: Den forventede værdiansættelse
- FCF: Det frie cash flow
- WACC: Gennemsnitlige kapitalomkostninger (Skattestyrelsen, 2019)

Fremgangsmåden vil typisk være at opdele processen i to dele – den ene kaldet budgetperioden og den anden kaldet terminalperiode. I forlængelse af dette vil formelen for DCF-beregningen se anderledes ud, da der nu skal indarbejdes et ekstra led i formlen.

Formlen ses nedenfor:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n} \quad (\text{Skattestyrelsen, 2019})$$

Formlens nytilkomne værdier kan oversættes til følgende:

- g: Den konstante vækst i det frie cash flow i terminalperioden
- n: Antallet af år med vækst i den budgetterede periode (Skattestyrelsen, 2019)

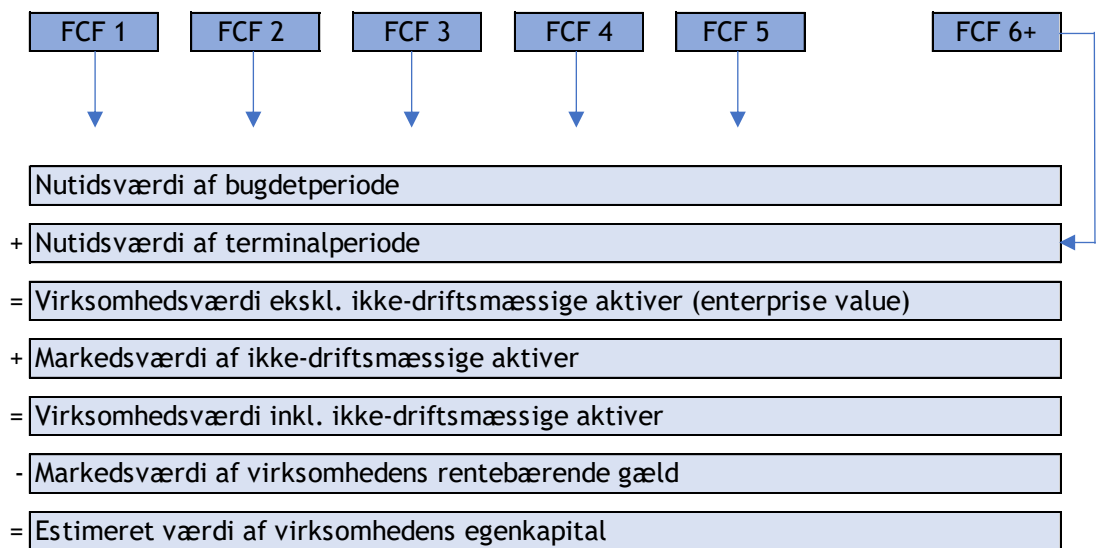
Til beregning af WACC'en skal følgende forhold kendes:

- Egenkapitalomkostningerne = risikofri rente + (betaværdi x markedsrisikopræmie)
- Fremmedkapitalomkostningerne = (risikofri rente + selskabsspecifikt risikotillæg) x (1 – skattesats) (Skattestyrelsen, 2019).

WACC'en kan herefter beregnes vha. følgende beregning:

- (Egenkapitalandel x egenkapitalomkostningerne) + (fremmedkapitalandel x fremmedkapitalomkostningerne) (Skattestyrelsen, 2019).

For at give en illustrativ forklaring på fremgangsmåde i DCF-modellen henvises der til nedenstående figur hvor processen er opstillet i figurform:



Figur 14 - Fremgangsmåde i DCF-modellen (Rådgivningsudvalget, 2002).

Da det essentielle i opgaven ikke er at gå i dybden med detaljerne i værdiansættelsesmetoderne, men i stedet er at belyse de forskellige værdiansættelsesmetoder der findes samt forklare de grundlæggende karakteristika ved hver enkelt, så vil der ikke blive redegjort for yderligere vedrørende DCF-modellen.

9.2 EVA-modellen

EVA-modellen – også kendt som Economic Value Added – tager sit udgangspunkt i de regnskabsanalytiske nøgletal – herunder bl.a. ROIC og den investerede kapital. Nedenfor ses formelen som skal bruges ved anvendelse af denne værdiansættelsesmetode (Skattestyrelsen, 2019)

$$E_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC_t - WACC) * kap_{t-1}}{(1 + WACC)^t}$$

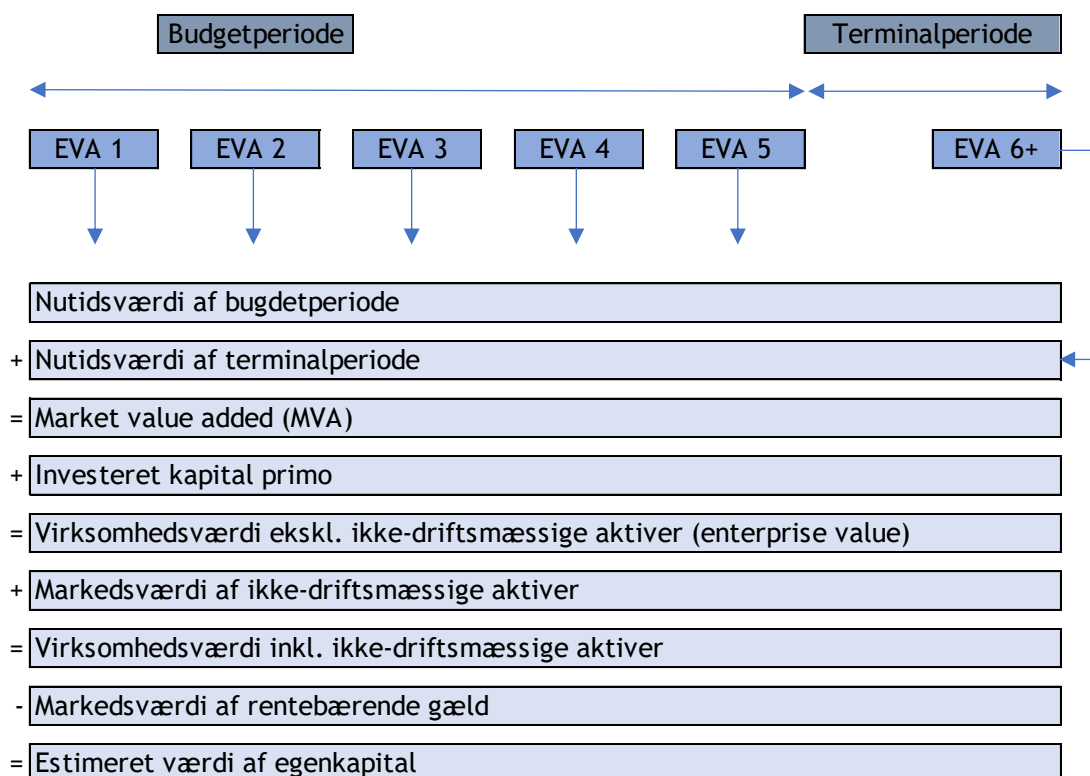
ROIC = afkast på investeret kapital (return on invested capital)

Kap = investeret kapital (bogført værdi) (Skattestyrelsen, 2019)

Som det fremgår ovenfor, så beregnes værdien af en virksomhed som summen af afkastet af den investerede kapital - heraf ROIC - minus de omkostninger der er forbundet med kapitalfrembringelsen - heraf WACC -, hvor dette ganges med den investerede kapital for perioden. For at finde nutidsværdien heraf, så skal de periodiske, beregnede værdier tilbagediskonteres med den kapitalomkostning – altså WACC'en -, der er blevet fastlagt. Afslutningsvist tillægges den initialt investerede kapital – altså egenkapitalen (Skattestyrelsen, 2019).

Hvis afkastet på den investerede kapital er større end omkostningerne ved kapitalfrembringelse, så vil virksomheden indeholde en større værdi end den bogførte egenkapital. Modsat vil den bogførte værdi af egenkapitalen være uændret, hvis ROIC og WACC'en er lige store (Skattestyrelsen, 2019).

Nedenfor fremgår en illustration af hvordan hele fremgangsmåden er, når en virksomhed skal værdiansættes ud fra EVA-modellen.



Figur 15 - Fremgangsmåde ved anvendelse af EVA-modellen i forbindelse med værdiansættelse af en virksomhed (Skattestyrelsen, 2019).

DCF- og EVA-modellen vil på baggrund af de samme forudsætninger i beregningen, give det samme resultat. Derfor kan anvendelsen af EVA-modellen være en slags kontrol af det beregnede værdiestimat på en virksomhed anvendt i DCF-modellen (Skattestyrelsen, 2019).

Til beregningen af EVA skal følgende oplysninger bruges (Skattestyrelsen, 2019):

- Driftsresultat efter skat, også kaldet NOPAT.
- Den investerede kapital primo
 - Opgøres på baggrund af aktiverne i alt minus ikke-driftsmæssige aktiver og driftsgæld
- WACC'en
- Budgetperioden
- Terminalperioden
- Værdien af ikke-driftsmæssige aktiver i virksomheden
- Den nettorentebærende gæld

For hvert budgetår kan EVA opgøres ved at finde NOPAT for året og trække det fra resultatet af den investerede kapital primo gange WACC'en – altså;

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{investerede kapital primo} \times \text{WACC'en}) \text{ (Skattestyrelsen, 2019).}$$

Ovenstående resultater af EVA'er for hvert budgetår samt EVA i terminalperioden skal afslutningsvist tilbagediskonteres til nutidsværdierne ved hjælp af WACC'en (Skattestyrelsen, 2019).

9.3 Værdiansættelse ud fra multipler

Værdiansættelse ud fra multipler er en markedsbaseret værdiansættelsesmetode. Denne tager udgangspunkt i andre, sammenlignelige virksomheder, hvor kender faktorer såsom indtjeningen og markedsværdien. En sådan værdiansættelsesmetode kan derfor også beskrives, som en efterrationalisering af en virksomheds værdi i stedet for en direkte eller traditionel, værdiansættelse af virksomhedens aktiver og passiver. Dermed findes værdien af virksomheden på baggrund af salgsværdierne på de andre sammenlignelige virksomheder (Legal desk, 2021).

Følgende indtjeningsmultiple kan anvendes til beregning af en estimeret værdi på en virksomhed:

- P/E (Price/Earnings)
- P/B (Price/Book)
- EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings before Interest and Tax)
- EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings before Interest, Tax, Depreciations and Amortisations)
- EV/Sales (Enterprise Value/Sales)
- EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit less Adjusted Taxes)
(Skattestyrelsen, 2019)

9.3.1 P/E (Price/Earnings)

I indtjeningsmultiplet P/E undersøges sammenlignelige virksomheder, hvor markedsværdien og virksomhedens indtjening er kendt i forvejen. Når dette er på plads, kan der på baggrund af disse data finde frem til markedsniveauet for P/E for sammenlignelige virksomheder. For at finde frem til den estimerede værdi af en virksomhed, så ganges P/E'en med den normaliserede indtjening for den pågældende virksomhed (Skattestyrelsen, 2019).

P'et i P/E udtrykker den samlede kursværdi, hvor E'et står for den samlede indtjening i virksomheden opgjort efter skat og renter. Måles P/E pr. aktie i forhold til indtjeningen pr. aktie, så viser det den pris, som en investor skal betale pr. indtjeningskrone i virksomheden (Skattestyrelsen, 2019).

Indtjeningen er opgjort efter fremmedkapital – altså efter skat og renter. Dette skyldes, at det resterende overskud, der måtte være i virksomheden, tilfalder egenkapitalen og/eller investorerne. Indtjeningen skal derfor sættes i forhold til den opgjorte kursværdi på virksomheden, hvilket giver markedsværdien af egenkapitalen. Det er vigtigt i denne metode at være opmærksom på, hvorvidt indtjeningen er konsistent, da udsving i denne påvirkes direkte i P/E-værdien. Derudover er det vigtigt at pointere, at P/E også påvirkes af både den gældende skattesats i beskatningslandet samt den kapitalstruktur, som der er gældende i virksomheden – dette igen, fordi indtjeningen opgøres efter renter og skat. Der bør derfor også være fokus på øvrige sammenlignelighedsfaktorer og forskelle i disse kapitalstrukturer/skattesatser, da der kan opstå forskelle i P/E, hvis to eller flere virksomheder sammenlignes med forskellige forhold (Skattestyrelsen, 2019).

Der kan med fordel vælges at værdiansætte indtjeningsmultiple ud fra resultatet før skat og renter. På den måde elimineres skatte- og finansieringsdelen i fastsættelsen af en virksomheds værdi – også kaldet Enterprise Value (forkortelse: EV). Når det er sagt, så bør der ikke nødvendigvis ses helt bort fra skatte- og finansieringsforhold, da der kan være specielle forhold i disse kategorier, som kan have indflydelse på ens opfattelse af en virksomheds værdi. Førnævnte forhold kan derfor indgå som sammenlignelighedsfaktorer ved beregningen. Inkonsistensen mellem EV og P/E (P/E opgøres efter renter og skat, mens EV opgøres før renter og skat) kan imidlertid løses ved anvendelse af EV/NOPAT. Denne bliver dækket senere i dette afsnit (Skattestyrelsen, 2019).

9.3.2 P/B (Price/Book)

P/B afspejler forholdet mellem aktieprisen og egenkapitalen i en virksomhed. Ved at sætte disse i forhold til hinanden fremkommer den værdi der skal betales for egenkapitalen (Nordnet, Set: 2022). P/B skal ligesom P/E anvendes, som indtjeningsmultiple til undersøgelse af sammenlignelige virksomheder, hvor markedsværdien og virksomhedens indtjening er kendt i forvejen.

Beregnes tallet til en lav værdi, så er dette, fra et teoretiske synspunkt, attraktivt, da dette er et tegn på, at egenkapitalen kan købes billigt. Beregnes værdien af P/B til f.eks. 0,5, så betyder det, at der skal betales kr. 0,5 for at få kr. 1 egenkapital. Modsat kan et beregnet P/B-tal på 2 betyde, at markedet er villigt til at betale kr. 2 for kr. 1 egenkapital. Ses dette i forhold til P/E, hvor der ligeledes ses en positiv trend, så kan det være et tegn på, at virksomhedens fremtidsudsigter ser lyse ud, og at investorerne og andre relevante interessenter udviser tillid til virksomhedens fremtidige resultater.

9.3.3 EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings before Interest and Tax)

Denne metode til at værdiansætte virksomheder tager sit udgangspunkt i samme princip, som i førnævnte værdiansættelsesmetoder. Der tages igen udgangspunkt i virksomheder, hvor markedsværdier og indtjening er kendte. På baggrund af det kan der nu beregnes et markedsniveau for EV/EBIT. Når denne er kendt, ganges denne på EBIT i virksomheden, der ønskes værdiansat. EV i formlen står for Enterprise Value, hvilket betyder, at EV symboliserer markedsværdien af en virksomhed på gældfri basis. Derfor tages der også udgangspunkt i EBIT, da dette er indtjeningen, som virksomheden har skabt før finansierings- og skatteomkostninger. For at finde frem til EV anvendes værdierne af egenkapitalen samt gælden fratrasket likvide beholdninger (Skattestyrelsen, 2019).

9.3.4 EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings before Interest, Tax, Depreciations and Amortisations)

I forlængelse af EV/EBIT, så findes der også EV/EBITDA til værdisætning af virksomheder. Metoden er ens bortset fra, at der i denne tages udgangspunkt i resultatet før afskrivninger.

Fordelen ved denne metode er, at nu fjernes betydningen af forskellige regnskabspraksis, når det kommer til, hvordan der foretages regnskabsmæssige afskrivninger. EBITDA kan være en fordel at anvende i situationer, hvor den virksomhed, der ønskes værdiansat, ikke har samme afskrivningsprofil på de afskrivningsberettigede aktiver og/eller, hvor det ikke kan lade sig gøre at finde frem til, hvorvidt de er sammenlignelige eller ej (Skattestyrelsen, 2019).

9.3.5 EV/Sales (Enterprise Value/Sales)

Denne metode tager igen udgangspunkt i førnævnte principper i henholdsvis EV/EBIT og EV/EBITDA. Metoden her er lidt anderledes idet denne ikke tager udgangspunkt i de grundlæggende værdiansættelsesprincipper, hvor værdien af virksomheden afhænger af, hvor stor den fremtidige nettoindtjening i virksomheden måtte være. Dog kan der være situationer, hvor det kan være mere hensigtsmæssigt at anvende følgende metode fremfor andre – eller som supplement til andre værdiansættelsesmetoder. Der kunne i praksis f.eks. være tale om følgende eksempler:

- Brancher, hvor andre virksomheder kutymemæssigt bliver opkøbt på baggrund af en omsætningsmultiple. Det kunne f.eks. være indenfor rengøringsbranchen, hvor store aktører på markedet ønsker at opkøbe mindre virksomheder til færdiggørelse af driftskonceptet. Det kan også være i situationer, hvor ønsket, er at købe mindre virksomheder, som har en god omsætning, men som ikke leverer den ønskede indtjening. Dette kan opkøber eventuelt lave om på ved et opkøb, da der kan opnås stordriftsfordele, som kan komme forretningen til gavn og dermed genere overskud.
- Situationer, hvor den sælgende virksomhed ikke har en stabil indtjening, hvorfor det kan være besværligt at finde den normaliserede indtjening.
- Modsat ovenstående kan det også være i situationer, hvor omsætningen forventes at være stabil og ikke flytte sig meget fra år til år.

I forlængelse af tidligere nævnt, hvor det blev beskrevet, hvordan denne værdiansættelsesmetode kan anvendes som et supplement til øvrige værdiansættelsesmetoder, så kan den være med til at understøtte værdien i virksomheden i sammenspil med andre multipler.

Selvom denne metode ikke tager udgangspunkt i nogen form for indtjeningsnøgle, er det alligevel vigtigt at være opmærksom på, at det vil være uhensigtsmæssigt at lave sammenligninger med andre virksomheder, som ikke har den samme forventet indtjening. Det kunne være i situationer, hvor værdiansættelsessubjektet har en nettoindtjening på 25% af omsætningen, mens de virksomheder der sammenlignes med, kun har forventede nettoindtjening på 5% (Skattestyrelsen, 2019).

9.3.6 EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit less Adjusted Taxes)

Denne metode tager udgangspunkt i de samme principper som tidligere i afsnit vedrørende EV/EBITDA, EV/EBIT m.fl. NOPAT står for det driftsmæssige resultat i virksomheden opgjort efter skat. Dette betyder altså, at metoden her bliver mere konsistent sammenlignet med EV/EBIT, da der tages udgangspunkt og sammenlignes i værdier opgjort efter skat. Udfordringen i anvendelsen af denne metode er dog, at det kan være komplekst at få det nødvendige kendskab til sammenlignelige virksomheders skatteforhold. Derfor vil der i praksis ses anvendelse af denne i begrænset omfang (Skattestyrelsen, 2019).

9.4 Relief from royalty-metoden

Relief from royalty-metoden finder sin anvendelse til værdiansættelse af immaterielle aktiver. Metoden fungerer på den måde, at der tages udgangspunkt i de betalinger, som den der anskaffer de immaterielle aktiver skulle have betalt, hvis anskaffer ej havde valgt af erhverve de immaterielle aktiver. Opgørelsesmetoden tager udgangspunkt i den tilbagediskonterede værdi af royaltybetalinger eller andre lignende betalinger, som ses i relation til de immaterielle aktiver. Betalingerne nævnt tidligere opgøres typisk i forhold til omsætningen – dog kan disse betalinger også sammensættes på anden vis – herunder f.eks. via større engangsbetalinger, årlige opkrævninger m.v. (Skattestyrelsen, 2019).

Denne metode er både en markeds- og indkomstbaseret værdiansættelsesmetode, da den tager udgangspunkt i en markedsbestemt sats for royalties for en sammenlignelig uafhængig transaktion (Skattestyrelsen, 2019).

Som eksempel på opgørelse af værdier på immaterielle aktiver kan der tages udgangspunkt i følgende parametre:

1. Sats på royalty på sammenlignelige virksomheder: 10% af omsætningen.
2. Den forventede omsætning for de immaterielle aktiver pr. indkomstår: kr. 100.
3. Anvendt diskonteringsfaktor: 10%.
4. Diskonteringstidspunktet: Medio.
5. Anvendt skattesats: 25%

Ved ovenstående forudsætninger, så vil resultatet heraf kunne ses nedenfor:

Periode:	1	2	3	4	5 - 19	20
Omsætning	100 kr.	100 kr.	100 kr.	100 kr.	100 kr.	100 kr.
Royaltysats	10%	10%	10%	10%	10%	10%
FCF f. skat	10 kr.	10 kr.	10 kr.	10 kr.	10 kr.	10 kr.
FCF e. skat	7,50 kr.	7,50 kr.	7,50 kr.	7,50 kr.	7,50 kr.	7,50 kr.
Diskontering	$1 / (1,1^{0,5}) > 1 / (1,1^{1,5}) > 1 / (1,1^{2,5}) > 1 / (1,1^{3,5}) > \dots > 1 / (1,1^{19,5})$					
NPV	7,15 kr.	6,50 kr.	5,91 kr.	5,37 kr.		1,17 kr.
NPV i alt	66,97					

Tabel 1 - Værdiansættelse af immaterielle aktiver via relief from royalty-metoden (Skattestyrelsen, 2019).

Det kan i ovenstående beregninger ses, at betalingerne fra royalties ender med en positiv NPV på kr. 66,97, hvilket viser den værdi, som de immaterielle aktiver forventeligt giver i afkast på baggrund af de forventede forhold.

9.4.1 Royaltysatser og fastsættelse heraf

Til fastsættelse af anvendte royaltysatser kræver det, at fastsættelserne kan dokumenteres og at der kan argumenteres fyldestgørende herfor. Hvor f.eks. omsætningen anvendes som royaltygrundlag skal der eksempelvis ligge budgetter, salgsforecasts, projekter eller lignende, som underbygger ens beregninger (Skattestyrelsen, 2019).

Udgangspunktet er, at vilkår for fastsættelsen af royaltysatser og andre relevante betalinger indgås jf. armslængdeprincippet². For at finde frem til hvilken sats der overholder armslængdeprincippet, kan royalty- og kontraktdatabaser undersøges med henblik på at finde sammenlignelige royaltyaftaler (Skattestyrelsen, 2019).

Helt grundlæggende er det den forventede indtjening for den/de immaterielle aktiver der danner grundsten for, hvad de immaterielle aktiver skal være værd. Derfor er det også vigtigt at vurdere på forhold, der har stor betydning for indtjeningspotentialt. Forhold af betydning for værdiansættelsen kunne være:

- Type af immaterielle aktiver (knowhow, patenter varemærker m.v.)
- Konkurrencesituationen fra produkter og teknologier, der anses som værende substituerende i forhold til virksomheden immaterielle aktiver
- Omsætningspotentialt (Skattestyrelsen, 2019)

Punkterne ovenfor er ej udtømmende, hvorfor der i praksis vil være flere forhold at have med i betragtningerne herom.

9.4.2 Diskonteringsfaktor og fastlæggelse heraf

Fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren bør tage flere forhold i betragtning – herunder de almindelige kapitalomkostninger i virksomheden, forventningen til omsætningsudviklingen samt den dertilhørende risiko, kapitalomkostningerne i markedet – herunder for køber/sælger – samt kapitalstruktur- og omkostninger for virksomheder, hvor disse ligner meget hinanden og dermed er sammenlignelige på dette punkt. Oftest anvendes WACC'en som diskonteringsfaktor. Der henvises til tidligere afsnit omkring værdiansættelse via DCF-modellen (discounted cash flow) for opsummering af principper for fastsættelse af denne (Skattestyrelsen, 2019).

9.5 Værdiansættelse af kapitalandele og goodwill ud fra vejledende TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10

Udgangspunktet af værdiansættelsen af aktier og anparter er, at disse fastsættes til handelsværdier. Oftest kendes denne dog ikke – bl.a. fordi disse aktier/anparter ikke omsættes så tit. Derfor

² "Armslængdeprincippet er lovfæstet i LL § 2, stk. 1, hvori anføres, at der ved kontrollerede handelsmæssige eller økonomiske transaktioner skal anvendes priser og vilkår, som er i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktionerne var afsluttet mellem uafhængige parter" (SKAT, C.D.11.1.3 Hvad er omfattet af armslængdeprincippet i LL § 2, 2022).

har Skattestyrelsen udarbejdet følgende cirkulære til værdiansættelse af unoterede aktier/anparter (Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter, 2000).

Fremgangsmåden er, at værdiansættelsen af de enkelte bestanddele på henholdsvis aktiv- og passivsiden lægges sammen, hvorefter der tillægges værdien af den opgjorte good- eller badwill. Med andre ord tages der udgangspunkt i selskabets indre værdi, hvorefter der korrigeres for regnskabsposter – herunder bl.a.:

Fast ejendom

- Den bogførte værdi af ejendomme reguleres op eller ned i forhold til den offentlige ejendomsvurdering således, at værdierne afslutningsvis står til den offentlige ejendomsvurdering. I tilfælde af ombygningsudgifter, så tillægges disse til værdierne af ejendommene opgjort til den offentlige ejendomsvurdering – dog kun hvis der ikke er taget højde for disse ombygningsomkostninger i den ejendomsvurdering der anvendes. Er der tale om udenlandske ejendomme, så vil disse skulle fastsættes til den bogførte værdi under aktiverne.

Immaterielle aktier – herunder goodwill

- Denne fastsættes på baggrund af bestemmelserne i cirkulære nr. 44 af 28. marts 2000, som der vil blive beskrevet senere i dette afsnit.

Udskudt skat

- Ændringerne til den udskudte skat medtages på baggrund af de korrektioner, som der bl.a. er beskrevet ovenfor. Det er muligt at medtage negativ udskudt skat i værdierne, hvis denne ikke overstiger pari.

Cirkulæret beskriver også, hvordan det er tilladt at fravige fra hjælpereglerne såfremt, at der måtte være en mere retvisende opgørelsesmetode, der i højere grad bringer de korrekte værdier frem i lyset.

Udgangspunktet for værdiansættelse af goodwill, eller andre immaterielle aktiver er, at disse fastsættes til, når det drejer sig om interesseforbundne parter, skønnet handelsværdier under hensyntagen til de konkrete omstændigheder, der måtte foreligge. Nogle brancher er også kendetegnet ved, at de kutymemæssigt fastsætter goodwill på en specifik måde. Denne metode vil også kunne danne grundlag for værdiansættelsen ved interesseforbundne. I de situationer hvor det ikke vil være muligt at værdiansætte goodwill, eller andre immaterielle aktiver på baggrund

af ovenstående, kan der tages udgangspunkt i Skattestyrelsens beregningsmodel (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

I forlængelse af førnævnte, så er det vigtigt at pointere, at goodwillberegningen er en standardiseret beregningsmodel, der ikke tager højde for alle virksomhedsspecifikke forhold i forbindelse med værdiansættelsen af goodwill. Såfremt der måtte være nogle af disse, så skal der korrigeres for disse i beregningerne, således værdien nu stemmer overens med den værdi, en tredjemand vil være villig til at give for merværdien af virksomheden. Korrigering af de virksomhedsspecifikke forhold kan gøre, at modellen går fra at vise et urealistisk billede af virksomhedens værdi til, at den nu viser et skønnet, retvisende billede af den værdi, som virksomheden har. Hvis der fraviges fra de virksomhedsspecifikke forhold og goodwill blot værdiansætter direkte ud fra modellen, så vil det formentlig opleves, at køber vil være villig til at betale for en merværdi af en virksomhed selvom, at beregninger måske viser badwill. Modsat kan der også opstå situationer, hvor køber ikke er villig til at betale for den goodwill der er beregnet. Når det er sagt, så er det kompliceret at værdiansætte goodwill, da der er mange forhold, der skal tages med i beregningerne, når den reelle værdi skal frem i lyset, hvilket er hele årsagen til, at Skattestyrelsen har været ude og sige god for disse metoder, som rettesnor hertil (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

Helt grundlæggende for beregningsmodellen, så skal det klarlægges, hvordan virksomheden aflægges regnskab. Aflægges virksomhedens regnskab efter ÅRL, så skal der i beregninger skulle tages udgangspunkt i virksomhedens resultater før skat for de seneste 3 regnskabsår. Aflægges regnskabet ej efter ÅRL, så kan det vælges at tage udgangspunkt i virksomhedens skattepligtige resultat i samme periode, men det er ikke et krav. Vælges der i en situation, hvor der ikke aflægges regnskab efter ÅRL at bruge regnskabsmæssige tal til beregningen af goodwill kan der opstå ekstraarbejde. Det kan bl.a. være korrektioner til afskrivninger, som skal opgøres til en regnskabsmæssig værdi i stedet for en skattemæssig værdi. Der kan derfor godt ligge korrektioner tilbage i tidligere regnskabsår, der skal korrigeres for, for at få det korrekte udgangspunkt, når beregningerne påbegyndes. Mange virksomheder aflægges regnskab efter ÅRL, hvorfor formodningen er, at der i praksis oftest vil se at goodwillberegningernes tager udgangspunkt i regnskabsmæssige resultater før skat (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

I de situationer, hvor der tages udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater før skat, vil der skulle korrigeres for følgende poster:

- Løn, der ej er udgiftsført og/eller vederlag til en eventuel, arbejdende ægtefælle
- Finansielle indtægter
- Finansielle udgifter
- Ekstraordinære poster, der måtte være i det enkelte år, som er enkeltstående og særlige i sin karakter i forhold til virksomhedens sædvanlige drift
- Afskrivninger på tidligere anskaffet goodwill (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000)

I de situationer, hvor der tages udgangspunkt i den skattepligtige indkomst, vil der skulle korrigeres for følgende poster:

- Medarbejdende ægtefælle
- Finansielle indtægter
- Finansielle udgifter
- Investeringsfondshenlæggelser (sidste indkomstår 1998)
- Forskudsafskrivninger
- Andre ikke-skatterelevante driftsmæssige poster
- Afskrivninger på tidligere anskaffet goodwill (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000)

Når der er korrigeret for ovenstående poster, så skal det vægtede gennemsnit af resultaterne og/eller indkomsten, alt afhængig af hvilken metode der er anvendt, findes. Måden dette gøres på er, at resultatet for 3 år siden vægtes lavest. Dette gøres, da resultatet her ligger længst tilbage i tid, hvorfor denne må anses for at være ”forældet” og ikke vise virksomheden finansielle stilling, som den er på nuværende tidspunkt. Denne ganges derfor kun med 1. Dernæst anvendes resultatet fra forrige regnskabsår. Dette resultat ganges med 2, da denne er nyere i forhold til år 3 og dermed bedre viser, hvordan virksomhedens finansielle stilling er på nuværende tidspunkt. Afslutningsvist anvendes resultatet fra sidste regnskabsår og ganges resultatet heraf med 3, da dette er virksomhedens seneste resultat. Derfor bør denne vægte mest, hvorfor denne ganges

med 3 (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000). Resultaterne af hver enkelte beregning lægges nu sammen, hvorefter tallet divideres med 6 for at få det gennemsnitlige resultat for de seneste 3 år.

Det vægtede gennemsnit kan, på baggrund af ovenstående beskrivelser, vises på følgende måde:

$$\text{Det vægtede gennemsnit for resultaterne i en 3-årig periode} = ((\text{resultat 3 år tilbage} \times 1) + \text{resultat forrige år} \times 2) + \text{resultat sidste år} \times 3) / 6$$

Hvis det i den 3-årige periode kan konstateres, at der har været en klar udviklingstendens, så kan denne tillægges eller fratrækkes i beregningerne. Udviklingstendensen opgøres ved at kigge på de udsving, der har været i perioden fra det ældste resultat og frem til det seneste resultat. Udviklingen i årene divideres med 2, hvilket giver den gennemsnitlige udviklingstendens i perioden. Alt afhængig af, om beregningen viser en positiv, negativ eller neutral – altså ingen udviklingstendens –, så tillægges/fratrækkes denne den gennemsnitlige indtjening, som blev beregnet i forrige step (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

Når ovenstående er på plads, så er næste step at forrente virksomhedens aktiver. Aktiverne opgøres som værende de aktiver i balancen fratrukket driftsfremmede aktiver. Driftsfremmede aktiver er aktiver, der – som også ligger i ordet – er fremmede for driften og dermed ikke virker fremmende for den driftsmæssige aktivitet. Dette er poster såsom likvide beholdninger, værdipapirer, tilkøbt goodwill m.v. Forrentningen af denne skal ske til den for året gældende kapitalsats jf. VSL § 9 - plus 3%. I de senere år har kapitalafkastsatsen været på 0%, hvorfor der med udgangspunkt i de senere år, vil skulle foretages en forrentning på 3% af de driftsfremmende aktiver (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

Som det sidste skridt i processen skal der ganges en kapitaliseringsfaktor på. Denne faktor udtrykker forholdet mellem det forventede, årlige afkast samt den forventede levetid på den beregnede goodwill. Ligesom med forrentningen af ikke-driftsfremmede aktiver, så skal kapitaliseringsfaktoren også forrentes med den for året gældende kapitalsats jf. VSL § 9 – dog med et tillæg på 8% denne gang. Som nævnt i ovenstående afsnit, så er kapitalafkastsatsen 0%, hvorfor kapitaliseringsfaktoren skal forrentes med 8% (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

I beregningen af kapitaliseringsfaktoren er levetiden på goodwill vigtig, da denne skal sættes i forhold hertil. Der er flere betragtninger, som bør iagttages i forbindelse med fastsættelsen. Et eksempel herpå kunne f.eks. være i hvor høj grad af kompleksitet der er at finde i virksomhedens omsætningsgrupper (produkter og/eller tjenesteydelser). Alt andet lige må det formodes, at en kompleks omsætningsgruppe, hvor produkter/tjenesteydelser, der er af unik karakter/sammensætning, må have en længere levetid i forhold til produkter/sammensætninger, der er knap så unikke og som forholdsvis let kan erstattes af andre konkurrerende virksomheder – herunder f.eks. standardvarer- og ydelser (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

Som illustration til, hvordan kapitaliseringsfaktoren udvikler sig på baggrund af forventede levetider, så henvises der til tabellen på nedenfor, hvor udviklingen ses fra år 1 til og med år 10:

Levetid	Kapitaliseringsfaktor
1	0,46
2	0,91
3	1,33
4	1,74
5	2,12
6	2,48
7	2,83
8	3,16
9	3,48
10	3,78

Tabel 2 - Oversigt over kapitaliseringsfaktorer ud fra levetider over en 10-årig periode.

I beregningerne er der taget udgangspunkt i en op til 10-årig levetidsperiode, hvor kapitaliseringsfaktoren er beregnet med en rente på 8%, da kapitalafkastet pt. er på 0%. Formlen for beregningen ses endvidere nedenfor:

$$\sum_{t=1}^n \frac{(1 - \frac{t-1}{n} + (\frac{n-t}{n}))}{2} * (1+r)^{-t} \quad (\text{Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000})$$

$n = \text{levetid}$

$t = \text{tidspunkt (år)}$

$r = \text{renten}$

Som tidligere nævnt kan der være mange elementer, som bør indgå i værdiansættelsen af goodwill. Nedenfor er opstillet et udvalg af overvejelser, som kan have direkte indflydelse på værdiansættelsen:

- Veldokumenteret vækst samt øget indtjening i kommende regnskabsår på baggrund af eventuelle indgået kontrakter, aftaler m.v.
- Ekstraordinære poster, der måtte have påvirket resultaterne i de perioder, som goodwill beregnes for. Disse poster har intet med den driftsmæssige aktivitet at gøre, hvorfor det bør overvejes, om det giver mening at korrigere for disse eller ej
- Nøglemedarbejders indvirkning på virksomhedens drift

Ovenstående er blot eksempler, og er dermed ikke udtømmende. Der kan være andre virksomhedsspecifikke forhold i en virksomhed, som kan være helt unikke i den virksomhed, men som vil være mere eller mindre uvæsentlige i en anden virksomhed i forhold til vurderingen af værdien af goodwill (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

I situationer hvor en virksomhed ikke har haft en ret lang levetid, og hvor der dermed ikke er mulighed for at tage udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater og/eller den skattepligtige indkomst for en 3-årig periode, så foretages beregningerne i stedet på baggrund af de data, som der på beregningstidspunktet er til rådighed – dog med tilpasning af beregningsfaktorer samt de dertilhørende virksomhedsspecifikke forhold (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, 2000).

9.5.1 Teori vs. praksis

Som så meget andet, er den teoretiske og den praktiske tilgang ikke altid helt ens. Dette er med til at gøre hele værdiansættelsesdelen utrolig kompleks, da alt afhænger af de forudsætninger, som værdiansætteren lægger til grund for beregningerne. Én ændring i forudsætningerne vil formentlig gøre, at to værdiansættelser, hvor de udførende parter ej anvender de samme forudsætninger, vil ende ud med to forskellige summer til sidst – og måske med væsentlig forskel i den endelige værdiansættelse.

Et eksempel herpå kunne være, at der i praksis, når en virksomhed skal handles, til en tredjemand, ikke lægges så mange kræfter i det historiske, men der i stedet kigges mere på det potentiale, som virksomheden har for at vækste og generere overskud i fremtiden. Derfor lægges

fremtidsforventningerne meget til grund for værdiansættelse. Det er bl.a. her, hvor DCF-modellen er fordelagtig at anvende, da denne netop går ind og tager højde for disse forventninger og dermed prøver at beregne, hvad værdien af en sådan virksomhed skal være værd på beregningstidspunktet.

Sættes ovenstående afsnit i forhold til TSS-cirkulærerne 2000-9 og 2000-10, så lægger denne værdiansættelsesmetode meget vægt på historiske tal – specielt i goodwillberegningen. Dette kan altså dermed medføre store forskelle i værdiansættelser alt afhængig af, hvad ens tilgang har været hertil. Dog skal det nævnes, at der i goodwillberegningen jf. TSS-cirkulære 2000-10 kan tillægges eller fratrækkes den udviklingstendens, der måtte være synlig på baggrund af virksomhedens resultater før skat, men dette er dog fortsat på baggrund af historiske udviklingstendenser. Hvem siger at denne udviklingstendens fortsætter i fremtiden? Måske begynder udviklingen af stagnere?

Sættes de to ovenstående afsnit i forhold til værdiansættelsesmetoderne ved anvendelse af multipler, så ligger denne metode et sted midt imellem DCF-modellen og TSS-cirkulærer – dog nok mest i retningen mod TSS-cirkulærerne. Dette skyldes, at multiplerne – f.eks. EBITDA-multipler – kigger på det seneste resultat fra virksomheden, hvorefter der ganges en multiple på, som andre, sammenlignelige virksomheder handles for. Her tages der igen udgangspunkt i en historisk værdi – dog kan multiplerne - såfremt der er udarbejdet en opdateret balance for 1. halvår – ganges herpå, som vil give et mere opdateret billede af, hvad virksomheden kan være værd. Dette gør, at værdierne, er helt friske – modsat kan den kommende perioder være negativt præget, hvorfor værdierne beregnet igen vil være uhensigtsmæssige at anvende. Helt principielt, så vil der skulle laves en ny værdiansættelse fra dag til dag, hvis værdiansættelsen ønskes helt opdateret, men dette sker sjældent, da det vurderes at være for administrativt tungt i forhold til det udbytte det måtte give.

9.5.2 Formålet med værdiansættelsen

I forlængelse af ovenstående afsnit, så er værdiansættelse et meget komplekst emne – både i forhold til selve beregningerne, men også i forhold til, hvilken metode der skal anvendes og de pågældende forudsætninger hertil. I ovenstående afsnit blev der nævnt lidt omkring værdiansættelse til tredjemand. Det ses, at tilgangen til værdiansættelsen i et generationsskifte til over-

dragerens børn er forskellig fra værdiansættelsen ved salg til tredjemand. Dette skyldes primært, at incitamentet for handlen er anderledes, når der snakkes om overdragelse til børn eller salg til en anden, uafhængig part.

I pkt. 9.5.1 blev det beskrevet, hvordan en værdiansætter, i forbindelse med et salg til tredjemand, tilnærmelsesvis vil kigge mere på virksomhedens fremtid fremfor fortid. Både køber og sælger vil i handelssituationer værdiansætte den pågældende virksomhed for at finde ud af, hvad virksomheden måske kan være værd.

I handelssituation til tredjemand vil sælgerens incitament oftest være at sælge virksomheden til så høj en pris som overhovedet muligt. Har virksomheden, der ønskes solgt, historisk haft dårlige resultater, men forventninger om positive resultater i fremtiden, så vil sælger formentligt forsøge at gøre værdien af virksomheden større ved anvendelse af f.eks. DCF-modellens principper, hvor fremtidsforventningerne er essentielle. Modsat vil køber prøve at handle virksomheden til så lav en værdi som overhovedet muligt. Selvom køber kan se stort potentiale i virksomhedens fremtidige drift, så vil køber højest sandsynligt lægge usikkerhedsvariabler ind i beregningen – enten via DCF-modellen eller andre værdiansættelsestilgange – for at trække værdierne ned. Køber kunne også vælge at anvende en værdiansættelsesmetode, der fokuserer mere på historiske data. Som tidligere nævnt kunne det være via multipler eller værdiansættelse efter TSS-cirkulærerne.

Ved overdragelse til børn ændres incitamentet, da der nu ikke ønskes at værdiansætte virksomheden til så høj en værdi som muligt, men i stedet ønsker at skatteoptimere for den generation, der skal overtage virksomheden, ved at værdiansætte virksomheden til så lav en værdi som muligt. Med andre ord prøver værdiansætter at bruge alle de værktøjer, som denne har til rådighed, for at trække prisen ned, da der jo med ”skatteoptimering” menes, at det skal være så billigt for den næste generation som muligt, og ikke for at optimere prisen. Hertil er det, at der jf. TSS-cirkulærer står, at Skattestyrelsens beregningsmodeller kan anvendes for at finde frem til værdierne – dog med det forbehold, at værdierne skal afspejle de faktiske handelsværdier, hvorfor der bør/skal korrigeres i de beregnede summer, såfremt der er en mere retvisende værdi på virksomheden. Dette er imidlertid hele humlen – hvad er den rigtige pris? Det hele falder tilbage på én klar definition: Virksomheden er det værd, som to uafhængige parter er villige til at handle for.

9.6 Delkonklusion

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at værdiansættelsen kan være meget kompleks, da værdiansættelse ikke har et entydigt svar, men derimod vil give forskellige resultater alt afhængig af, hvilke forudsætninger der anvendes i beregningerne eller ved beregning af værdier via forskellige metodikker. Det kan fortsættelsesvist konkluderes, at værdiansættelse handler meget om at værdiansætte ud fra den situation de involverede parter er i samt, hvem der skal handles imellem. Er der tale om et generationsskifte til børn, så vil der oftest overdrages til så lav en værdi som muligt, hvorimod et salg til en tredjemand vil medføre, at der oftest vil sælges til så høj en pris som muligt. Alt dette er selvfølgelig med forudsætning af, at der handles til handelsværdier. Handelsværdien er imidlertid vanskelig at beregne sig frem til, da det i mange tilfælde ikke er muligt, blot at forholde sig til beregningerne i excel-arket – der skal også være en eller flere i den virkelige verden, der er villige til at betale den beregnede pris. Det er umiddelbart nemmest af få afklaret i tilfælde, hvor sælgeren ønsker at sælge til en tredjemand, da det så kan be- eller afkræftes, om køber er interesseret i at købe til den pågældende værdi. I generationsskifteøjemed skal handelsværdierne dog findes på trods af, at værdiansættelsen ikke bliver testet i markedet. Det kan derfor være svært at vide, hvorvidt virksomheden er værdiansat til en værdi svarende til handelsværdi. Derfor findes der forskellige metoder til værdiansættelse, da den enkelte virksomhed kan have forhold, der gør, at en metode egner sig bedre end en anden. Gennemgåede metodikker er alle godkendte værdiansættelsesmetoder, så kan overdrager argumentere for de valg der er foretaget, og er disse truffet på et rationelt grundlag, så kan den ene værdiansættelse være lige så retvisende som en anden på trods, at der måske er flere millioner, kroners forskelle herimellem.

10 Finansiering af generationsskifte

I foregående afsnit er det beskrevet hvorledes de anparter eller aktier der ønskes overdraget i et generationsskifte kan værdiansættes. Det vil herefter være relevant at se nærmere på hvorledes at generationsskiftet, kan finansieres. Nedenfor følger en beskrivelse af de muligheder der er for finansiering heraf.

10.1 Kontant

En af mulighederne er, at finansieringen kan ske kontant. Ved et ønske om at vederlaget for generationsskiftet skal ske kontant, medføres der for overdrager en beskatning af det vederlag som betales af køber for virksomheden. Købesummen skal som tidligere nævnt svare til handelsværdien, og altså derfor den værdi der svarer til den beregnede værdiansættelse. Vederlaget kan derfor ofte risikere at være højt, hvilket i visse tilfælde vil forårsage, at virksomheden overdrages til en lavere pris til eksempelvis overdragerens egne børn eller familie. En sådan handel vil dog blive underkendt af SKAT og kan i værste tilfælde medføre skattepligt. I tilfælde hvor overdragelsen ønskes foretaget med succession, vil dette være formålsløst, da formålet hermed er at udskyde skattepligten. I det tilfælde hvor generationsskiftet sker til ikke interesseforbundne parter, kan SKAT også underkende handlen hvis de finder værdiansættelsen forkert.

Denne metode kræver endvidere stor likviditet og er som ovenstående beskriver forbundet med en risiko for skattepligt for modtageren. Denne anvendes derfor oftest kun, når der ikke er mulighed for at anvende nogle af de andre afregningsmetoder.

10.2 Lån

Generationsskiftet kan endvidere finansieres igennem et lån eller gældsbrief mellem overdrager og køber.

Ved udlån mellem ikke-interesseforbundne parter kan rente- og afdragsvilkår aftales frit. Foretages udlånet i stedet mellem interesseforbundne parter, skal rente- og afdragsvilkårene svare til markedsvilkår. Der gælder dog særlige muligheder til lån der ydes mellem fysiske personer inden for familien, da disse kan ydes på anfordringsvilkår - altså rente og afdragsfrit.

Denne finansieringsmodel er for overdrager ikke særlige attraktiv, men meget risikofyldt, da det er så vigtigt at de vilkår der er fremgår af gældsbriefet er korrekte. Stemmer disse ikke overens med markedsvilkår, vil lånet i stedet blive betragtet som en gave.

10.3 Gave

Et generationsskifte kan også finansieres ved gavefinansiering. I tilfælde hvor virksomheden skal overdrages som en hel eller delvis gave, gælder der følgende; Gaver der gives til personer uden for gaveafgiftskredsen, er indkomstskattepligtige for modtageren. Gaver der modsat gives inden for gaveafgiftskredsen og dermed gennemføres med skattemæssig succession jf. ABL § 34 er for modtageren gaveafgiftspligtige med 15% jf. BAL §23. Gaveafgiftskredsen omfatter eksempelvis børn, stedbørn, børnebørn, forældre, samlevende i mere end 2 år og plejebørn jf. BAL § 22, stk. 1, litra a-e,

I det tilfælde hvor en overdragelse sker med succession og der skal betales gaveafgift, skal der i gaveanmeldelsen optages passivposter til udligning af en eventuel fremtidig skattebetaling vedrørende virksomhedens aktiver. Passivposten er tiltænkt som en form for kompensation til køber for at overtage de skattemæssige forpligtelser fra overdrageren. I tilfælde hvor gaven skal indkomstbeskattes efter SL § 4, litra c, skal gavens værdi nedsættes med et beløb der svarer til en passivpost til udligning af eventuelle fremtidige skattetilsvær på de overdragede aktiver.

Passivposterne skal beregnes på grundlag af den lavest mulige skattepligtige fortjeneste, der ville være fremkommet, hvis gavegiveren havde solgt aktivet på tidspunktet for overdragelsen.

Hvis en overdragelse sker med skattemæssig succession jf. ABL § 34 mellem familiemedlemmer jf. BAL § 23 skal passivposten udgøre 22% af den beregnede skattemæssige avance ved overdragelse af aktierne jf. KSL § 33D, stk. 1 og 2. Herefter vil modtagerne af aktierne, af de resterende 78% af den skattemæssige avance, kunne benytte bundfradraget jf. BAL § 22 på kr. 69.500 (2022-niveau). De 22% som passivposten udgør, svarer til den skat som ville tilfalde overdrageren, ved den laveste mulige skattemæssige fortjeneste ved salg af aktierne uden anvendelse af succession ved overdragelsen. Denne forpligtelse flyttes ved succession fra overdrager til modtager, og giver dermed et lavere finansieringsbehov for modtageren.

Nedenfor er opstillet et eksempel hvor det antages, at der overdrages kapitalandele for mio.kr. 125, med en skattepligtig avance på mio. kr. 124,25. Dette udløser en passivpost på mio. kr. 27.335, som dermed fratrækkes gavens værdi. Når gavens værdi er reduceret med passivposten samt bundfradraget for 2022, udløser det et afgiftspligtigt beløb på mio. kr. 97,60 og dermed en gaveafgift til betaling af modtageren på mio. kr. 14,64.

Beregning af passivpost		t.kr.
Beregnet værdi, kapitalandele		125.000.000
Anskaffelsessum		750.000
Avance		124.250.000
Passivpost, 22%		27.335.000
Beregning af gaveafgift		t.kr.
Gavens værdi		125.000.000
Passivpost		27.335.000
Afgiftspligtigt beløb		97.665.000
Bundfradrag, 2022-niveau		69.500
Grundlag for gaveafgift		97.595.500
Gaveafgift, 15%		14.639.325

Tabel 3 - Eksempel på beregning af gaveafgift

Gavegiver og modtager kan frit bestemme om afgiften skal betales af giver eller modtager. Det er altid mest optimalt at lade giver betale afgiften, da modtageren da ikke skal betale hverken skat eller afgift af den fordel der ligger i, at giveren betaler afgiften. Er det gavegiver der betaler afgiften, vil gaveafgiften ikke blive tillagt det gaveafgiftspligtige beløb. Gaveafgiften vil derfor af det samlede gavebeløb udgøre en mindre procentdel end hvis modtageren skulle betale denne (BDO, BDO Depechen - Hvornår skal der betales gaveafgift , 2015).

	Modtager betaler afgiften	Giver betaler afgiften
Gavebeløb	125.000.000	112.270.152
Passivpost	27.335.000	-
Gaveafgift betalt af datter	14.639.325	-
Nettogave	110.360.675	112.270.152
Gaveudgift hos far	125.000.000	112.270.152
Passivpost	-	27.335.000
Gaveafgift betalet af far	-	12.729.848
Samlet udgift hos far	125.000.000	125.000.000
Gaveafgifts andel af gave fratrasket passivpost	15%	13%

Tabel 4 - Eksempel på forskel på gaveafgift ved betaling af enten giver eller modtager

Ovenfor er opstillet et eksempel ud fra værdierne i foregående tabel på gaveafgiften ved betaling af enten giver eller modtager. Som det fremgår af tabellen ovenfor, er gaveafgiften når giver betaler mio. kr. 12,7 mens den udgør mio. kr. 14,6 når modtager betaler, hvilket udgør en besparelse på mio. kr. 1,9, når giver betaler. Det ses ligeledes at gaveafgiftens andel af gavens værdi fratrasket passivposten kun udgør 13% når det er giveren der betaler afgiften. At giveren

af gaven har muligheden for at betale gaveafgiften, vil gøre gavefinansieringen mere attraktiv for modtageren, da giveren som oftest har en større kapital til at finansiere gaven og de hermed forbundene afgifter.

10.4 Earn-out

En anden måde at finansiere generationsskiftet på, er ved Earn-out. Her aftales det mellem overdrager og køber, at sælger som tillæg til købesummen også skal modtage en andel af den fremadrettede indtjening. Dette betyder, at sælger altså kun vil modtage tillægget hvis virksomheden kan realisere indtjeningen i tiden efter overdragelsen (Selskabsadvokaterne, 2022). Købesummen afhænger derfor af købers efterfølgende drift af virksomheden, hvorfor overdrager ofte stiller vilkår til hvordan køber skal og må drive virksomheden efterfølgende.

Der er dog en risiko forbundet med, at køber aktivt kan forsøge at påvirke virksomhedens indtjening i en negativ retning på trods af vilkårene, som dermed vil gøre købesummen mindre. Dette gør finansieringsmetoder usikker og mindre attraktiv sammenlignet med de andre finansieringsmetoder.

10.5 A/B-model

Et generationsskifte kan endvidere ske ud fra A/B modellen. Denne anvendes ofte i forbindelse med, at hovedaktionær ønsker at overdrage kapitalandele, med ret til andel i fremtidige værdistigninger, til en lav værdi. Denne model er især brugt ved overdragelse af kapitalandele til børn, da det her ikke er nødvendigt for den yngre generation at skaffe den fulde finansiering til overtagelsen af anparterne. Endvidere kan generationsskiftet herved gennemføres uden, at der skal ske afståelsesbeskatning af anparterne hos overdrageren. Anvendelsen af A/B modellen er ikke begrænset af en personkreds og er dermed et alternativ til overdragelse ved skattemæssig succession jf. ABL §34. Overdragelsen sker mellem holdingselskaber.

Ved A/B-modellen sker der forud for overdragelsen af anparterne en opdeling af anparterne i A- og B-anparter. A-anparterne har en forlods ret til udbytte og disse kapitalandele beholdes endvidere af den oprindelige kapitalejer. B-anparterne overdrages efterfølgende til nye kapitalejere, som i de fleste tilfælde er hovedaktionærens børn. På denne måde kan B-aktierne overdrages til en lav værdi og de nye kapitalejere er sikret en ejerandel af den fremtidige værditilvækst (SKAT, C.B.2.1.4.8.1 - Værdiansættelse af aktieklasser i A/B-modeller, 2022).

Overdragelsen af B-anparterne sker typisk mod et vederlag eller ved gave. Dette nødvendiggør, at kapitalandelene i det overdragende selskab opgøres til en handelsværdi, som en uafhængig tredjemand ville betale for de samme kapitalandele. I tilfælde hvor vederlaget ikke stemmer overens med handelsværdien, vil A/B-modellen indebære, at der sker en formueforskydning af værdierne mellem anpartshaverne, som vil få skatte- og afgiftsmæssige konsekvenser for anpartshaverne (SKAT, C.B.2.1.4.8.1 - Værdiansættelse af aktieklasser i A/B-modeller, 2022).

Ved værdiansættelsen af handelsværdien af anparterne i A/B-modellen er det ofte nødvendigt at foretage et skøn på baggrund af selskabets værdi og værdien af den forlods udbyttet inklusive opskrivning. Dette skyldes, at anparterne som oftest ikke har været handlet mellem uafhængige parter. Skønnet skal give et retvisende billede af handelsværdien. Der skal derfor tages højde for de rettigheder og de muligheder for merværdi der kan tilfalde anpartshaverne.

Skattestyrelsen har lavet vejledende retningslinjer for skønnet af handelsværdien, som beskriver forskellige værdiansættelsesmetoder. Disse findes i TSS-cirkulærer 2000-9 og 2000-10 samt i vejledningen om Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner: værdiansættelse som nævnt i pkt. 9.5. Disse kan alle finde anvendelse, så længe at værdiansættelsesmetoden finder frem til det mest retvisende billede af handelsværdien (SKM2016.219.SR - A/B-model - for lav årlig opskrivning af den forlods udbyttet, 2016). Metoderne er endvidere kun vejledende og kan derfor altid fraviges til fordel for en mere retvisende værdiansættelsesmetode.

Som tidligere nævnt får A-anpartshaveren en forlods udbyttet med en opskrivning. Af denne grund skal der foretages en vurdering af hvor den enkelte anpartshaver med eller uden en forlods udbyttet påvirkes af netop denne. Har anpartshaverne andre rettigheder eller begrænsninger, skal disse ligeledes indgå i værdiansættelsen. Sker udbetalingen af den forlods udbyttet ikke med det samme, skal der i stedet ske en årlig opskrivning af denne, som svarer til hvad en uafhængig tredje mand ville kræve for at indskyde kapital i selskabet. Opskrivningen svarer til en betaling af den risiko som A-anpartshaveren har ved ikke at få pengene med det samme, hvorfor der ved fastsættelsen af opskrivningen selvfølgelig skal tages hensyn til de risici, rettigheder og pligter, der tilfalder anpartshaveren samt tidsfaktoren for tilbagebetalingen. SKAT har noteret, at opskrivningen på en unoteret aktie med gennemsnitlig risiko kan beregnes til ca. 8-12% ud fra CAPM³ (SKM2016.219.SR - A/B-model - for lav årlig opskrivning af den forlods

³ Capital asset pricing model – en fundamental model indenfor finansiel økonomi, der forklarer forholdet mellem risiko og afkast på finansielle aktiver, herunder aktier.

udbyttet, 2016). Endvidere fremgår af det SKM2019.371.SR, at ud fra empiriske undersøgelser har det været muligt at realisere et gennemsnitligt afkast på omkring 9-12% på børsnoterede aktier og 5-9% på obligationer (SKM2019.371.SR - Overdragelse af anparter ved en A/B-model med gevinstmulighed til børn - Praksisændring, 2019). Dette bevidner om at forretningen/risikotillægget af den forlods udbyttet i særdeleshed afhænger af den konkrete sag.

SKAT har i et bindende svar fra 25. juni 2019, accepteret 7,5% i årlig forretning på en unoteret aktie, som et acceptabelt niveau på den forlods udbyttet. Dette ud fra at der i det bindende svar er lagt op til, at løbetiden for udbytteretten forventes at være maksimalt 10 år, og det i sagen omhandlende selskabs aktivitet og indtjeningsforhold ikke er vurderet at være særlig risikofyldte. SKAT ligger i det bindende svar vægt på, at forretningen skal fastsættes ud fra den konkrete sag, med henblik på hvad en uafhængig investor ville kræve i opskrivning ud fra det oplyste i den konkrete sag (SKM2019.371.SR - Overdragelse af anparter ved en A/B-model med gevinstmulighed til børn - Praksisændring, 2019).

Grundet spredningen i niveauet på forretningen, vil et bindende svar fra SKAT iht. forretningen være nødvendigt ved anvendelse af A/B-modellen.

10.5.1 Ny praksis

I august 2020 udsendte skatterådet et styresignal SKM2020.348.SKTST omhandlende en praksisændring, der beskrev at der ved værdiansættelsen for fremtiden, med virkning fra 28. februar 2021, skal tages højde for en eventuel gevinstmulighed for B-kapitalandelene. Dette er sket for at undgå, at der opstår en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab på B-kapitalandelene. Fremadrettet skal der derfor tages højde for de gevinst- og tabsmuligheder, i værdiansættelsen af B-anparterne.

De omtalte gevinstmuligheder opstår i de situationer, hvor den forlods udbyttet udgør hele, eller i overvejende grad, egenkapitalens handelsværdi. I en sådan situation vil ejeren af A-kapitalandelene bære størstedelen af risikoen for et evt. tab i selskabet, mens det mulige afkast på forhånd er begrænset til en på forhånd fastsat procentsats. Det potentielle merafkast på egenkapitalen der genereres, har ejeren af b-kapitalandelene retten til, hvilket muliggør at de potentielle ejere af b-kapitalandelene ved et mindre indskud kan pådrage sig retten til det merafkast den samlede kapital potentielt kan generere.

For at mindske det asymmetriske forhold mellem gevinst- og tabsmuligheder, skal den forlods udbytteret udgøre en mindre andel af handelsværdien af egenkapitalen. Da B-kapitalandelene i et sådan tilfælde vil tage en større del af risikoen og den forlods udbytteret vil være foranstillet b-kapitalandelene i forhold til denne del af den samlede værdi.

Værdiansættelse af gevinstmuligheden ved b-kapitalandelene, kan ske med udgangspunkt i optionsteori. Denne anvendes ikke til værdiansættelse af selskabets værdi, men udelukkende til fordeling af værdien mellem anpartsklasserne og sikre at der sker en korrekt værdiansættelse heraf. Den forlods udbytteret kan jf. optionsteori ses som udnyttelseskursen og det underliggende aktive som markedsværdien af egenkapitalen. Anpartshaveren af b-kapitalandelene har retten til den residualværdi der er tilbage når, den forlods udbytteret er betalt (SKAT, C.B.2.1.4.8.1 - Værdiansættelse af aktieklasser i A/B-modeller, 2022).

Nedenfor følger en beskrivelse af optioner samt værdiansættelsen heraf.

10.5.2 Optioner

En option giver ret til at købe eller sælge et aktiv eller et passiv til en på forhånd aftalt pris. En option er dermed en ret, men ikke en pligt til at købe og eller sælge.

Inden for optionsteori kan der ved brug af eksempelvis Black-Scholes modellen eller binomialmodellen, beregnes den værdi der opstår som følge af den pågældende struktur samt den asymmetriske mulighed for gevinst og tab. Der følger nedenfor en beskrivelse af netop disse to modeller.

10.5.3 Black-Scholes-modellen

Black-Scholes modellen er en differentiaalligning, der anvendes til at udlede priser for købs- og salgsoptioner. Modellen blev udviklet i 1973 og betragtes stadig som en af de bedste måder at prisfastsætte en optionskontrakt på. Modellen blev i første omgang anvendt til simple europæiske optioner, men er senere udviklet til at kunne bruges til andre optionstyper. (Hayes, 2021)

Ifølge Black-Scholes modellen afhænger en optionspris af den risikofri rente, optionens løbetid, det underliggende aktivs nuværende pris, aftaleprisen samt volatiliteten. Disse fem variabler gør det muligt for optionssælgeren at sætte en rationel pris på de sælgende optioner.

Black-Scholes modellen afhænger, udover ovenstående parametre, af følgende forudsætninger for anvendelse:

- Der må ikke udbetales udbytte fra det underliggende aktiv i optionens levetid
- Markedet skal være tilfældigt, hvilket betyder at markedsbevægelserne på aktiekursen er uforudsigelige og ikke er afhængige af aktiekursen dagen før.
- Der må ikke være transaktionsomkostninger forbundet med købet af optionen.
- Den risikofrie rente og volatiliteten af det underliggende aktiv skal være kendt og konstant.
- Afkastet på det underliggende aktiv skal følge en normalfordeling
- Optionen skal være europæisk (Hayes, 2021)

Ifølge Black-Scholes modellen kan prisen på en option, hvis ovenstående forudsætninger er opfyldt, udledes af følgende ligning (Hawawini & Viallet, 2019):

$$\text{Optionens pris} = \text{Aktiens pris} \times N(d_1) - \text{aftalekurs} \times e^{-\text{rente} \times \text{løbetid}} \times N(d_2)$$

hvor

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{\text{aktiens pris}}{\text{aftalekurs}}\right) + \left(\text{rente} + \frac{\text{volatilitet}^2}{2}\right) \times \text{løbetid}}{\text{volatilitet} \times \sqrt{\text{løbetid}}}$$

og

$$d_2 = d_1 - \text{volatilitet} \times \sqrt{\text{løbetid}}$$

For at opsummere kræver modellen altså blot at følgende parametre er kendte:

- Aktieprisen, altså prisen på det underliggende aktiv på tidspunktet for værdiansættelsen af optionen
- Aftalekursen, altså kursen hvortil den pågældende aktie kan købes ved udløbet af optionen
- Volatiliteten for aktiekursen, som omfatter de udsving der er i aktiens værdi
- Den risikofrie rente⁴
- Løbetiden, altså tiden indtil optionen udløber eller kan udnyttes

⁴ ”Den risikofrie rente fastsættes som afkastet på en risikofri investering. FSR værdiansættelsesnotat anbefaler at der anvendes den effektive rente på et risikofrit papir med lang varighed. I praksis anvendes ofte den effektive rente på en 10-årig statsobligation. Skattestyrelsen kan tilslutte sig denne anbefaling og den praksis, der er på området.” (SKAT, 4.1.2.2. Risikofri rente, 2019)

Det kan udledes af formlen at en højere aktiepris vil medføre en stigning i optionens værdi, mens en højere aftalekurs vil gøre optionens værdi mindre.

Black Scholes modellen illustreres nedenfor ved et eksempel hvor de førnævnte parametre har følgende værdier:

- Aktieprisen = 300
- Aftalekurs = 250
- Volatiliteten for aktiekursen = 10%
- Rente = 0,1%
- Løbetid = 1 år

Først skal d_1 og d_2 beregnes:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{500}{250}\right) + \left(0,1\% + \frac{10\%^2}{2}\right) \times 1}{10\% \times \sqrt{1}} = 1,88$$

$$d_2 = 1,88 - 10\% \times \sqrt{1} = 1,78$$

Værdien af optionen kan nu beregnes:

$$\text{Optionens pris} = 300 \times N(1,88) - 250 \times e^{-0,1\% \times 1} \times N(1,78) = 50,61$$

Black-Scholes modellen værdiansætter dermed prisen for optionen til kr. 50,61.

Bag Black-Scholes modellen ligger en række komplicerede matematiske udregninger, som ikke vurderes at være relevante for nærværende projekt og forståelsen af formlen.

Black-Scholes modellen skal i dette tilfælde anvendes til værdiansættelse af den gevinstmulighed der opstår ved anvendelse af A/B-modellen i forbindelse med et generationsskifte. Der er i denne henseende derfor ofte tale om unoterede kapitalandele, hvorfor realiteten af nogle af de ovenstående parametre og forudsætninger kan diskuteres.

Aktieprisen ved unoterede selskaber er ikke kendt, og handelsværdien heraf skal derfor først fastsættes ved anvendelse af værdiansættelsesmodeller. Modsat vil aktieprisen for et børsnoteret selskab altid kunne findes som dagskursen på markedet.

Løbetiden vil endvidere være svær at opgøre, da der ved anvendelse af A/B-modellen ikke vil være en reel løbetid, da udnyttelsen af optionen vil ske ved indgåelse af aftalen herom.

Endvidere er det en forudsætning at volatiliteten og renten er konstant over løbetiden. Volatiliteten beskriver den udstrækning, hvor afkastet af det underliggende aktiv vil svinge mellem nu og optionens udløb og dermed den usikkerhed der er forbundet med kursudsving på aktien. Det betyder kort sagt, at jo højere volatiliteten er, jo mere risikabel er aktien (Invested, 2014). En options værdi er meget følsom over for ændringer i volatiliteten, hvilket kræver en korrekt beregning heraf, som kan være besværlig. Værdien af volatiliteten kan ikke direkte aflæses i markedet, hvorfor SKAT har anerkendt at volatiliteten for børsnoterede selskaber estimeres ud fra historiske udsving i aktiekursen, mens unoterede selskaber kan anvende volatiliteten for aktier i sammenlignelige børsnoterede selskaber (SKM2019.390.SR Tegningsretter til aktier - Black Scholes, 2019). SKAT har i den juridiske vejledning gjort det til et krav, at volatiliteten skal kunne fastlægges med sikkerhed, hvis Black-Scholes modellen ønskes anvendt (SKAT, C.A.5.17.2.4 Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier, 2022).

Endvidere er det en forudsætning at volatiliteten og renten er konstant over løbetiden. Volatiliteten beskriver den udstrækning, hvor afkastet af det underliggende aktiv vil svinge mellem nu og optionens udløb og dermed den usikkerhed der er forbundet med kursudsving på aktien. Det betyder kort sagt, at jo højere volatiliteten er, jo mere risikabel er aktien (Invested, 2014). En options værdi er meget følsom over for ændringer i volatiliteten, hvilket kræver en korrekt beregning heraf, som kan være besværlig. Værdien af volatiliteten kan ikke direkte aflæses i markedet, hvorfor SKAT har anerkendt at volatiliteten for børsnoterede selskaber estimeres ud fra historiske udsving i aktiekursen, mens unoterede selskaber kan anvende volatiliteten for aktier i sammenlignelige børsnoterede selskaber (SKM2019.390.SR Tegningsretter til aktier - Black Scholes, 2019). SKAT har i den juridiske vejledning gjort det til et krav, at volatiliteten skal kunne fastlægges med sikkerhed, hvis Black-Scholes modellen ønskes anvendt (SKAT, C.A.5.17.2.4 Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier, 2022).

10.5.4 Binomialmodellen

Inden for optionsteori findes der udover Black-Scholes modellen også binomialmodellen, der kan anvendes til at beregne værdien af gevinstmuligheden på B-anparterne ved anvendelse af A/B-modellen. Skatterådet har anerkendt og godkendt binomialmodellen til værdiansættelse af tegningsretter til unoterede aktier (SKAT, C.A.5.17.2.4 Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier, 2022).

Binomialmodellen er baseret på beskrivelsen af en options værdi over en periode. Binomialmodellen bygger på en antagelse om, at der er to mulige udfald for prisen på en aktie efter udløbet af en periode - enten er den steget eller faldet. Fordelene ved binomialmodellen er at den er matematisk simpel. Endvidere giver den i modsætning til Black-Scholes modellen, mulighed for at se udviklingen af prisen over flere perioder og fra periode til periode.

Binomialmodellen kan anvendes på både europæiske og amerikanske optioner, både udbyttebetalende og ikke udbyttebetalingen. Den kan endvidere bruges på både købs- og salgsoptioner (Chen, 2020).

Forudsætningerne for anvendelserne af binomialmodellen er som følger (Magnimetrics, 2022):

- Prisen kan på hvert tidspunkt kun gå til to mulige nye priser - en op og en ned.
- Der må ikke udbetales udbytte fra det underliggende aktiv i optionens levetid
- Renten skal være konstant i hele perioden
- Investorerne skal være risikoneutrale
- Den risikofrie rente skal forblive konstant

Optionens værdi kan beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{Optionens værdi} = \frac{\text{forventet fremtidig værdi af option}}{1 + \text{rente}}$$

hvor

$$\begin{aligned} \text{Forventet fremtidig værdi af option} \\ = P \times \text{upside værdi} + (1 - P) \times \text{downside værdi} \end{aligned}$$

hvor:

$$P = \text{sandsynlighed for aktieprisen stiger} = \frac{\text{rente} - \text{downside ændring}}{\text{upside ændring} - \text{downside ændring}}$$

hvor:

$$1 + \text{upside ændring} = u = e^{\sigma\sqrt{h}}$$

$$1 + \text{downside ændring} = d = 1/u$$

hvor:

h = interval som en del af et år

$$\sigma = \log(u)\sqrt{h}$$

Af ovenstående formler gør det sig gældende, for at beregne u skal σ være kendt, mens det ligeledes kræves at u er kendt ved beregning af σ , hvorfor der skal foretages en antagelse af en af værdierne. σ beskriver volatiliteten på det underliggende aktiv, hvorfor det giver bedst mening at antage denne på samme måde som i Black-Scholes modellen (jf. afsnit 10.5.3). Igen her vil opgørelsen af volatiliteten, ligesom i Black-Scholes modellen, derfor skabe problemer, når der er tale om unoterede aktier eller anparter, som der ofte er, når det gælder A/B-modellen.

10.5.5 Vurdering af Black-Scholes modellen og Binomialmodellen til beregning af gevinstmulighed

Ved gennemgangen af Black-Scholes modellen og Binomialmodellen er det set, at der kan være problemer med opgørelsen heraf, medmindre der er tale om en reel option hvor det underliggende aktiv er en børsnoteret aktie. Dette kan rejse tvivl om modellernes anvendelighed til beregning af gevinstmuligheden i A/B-modellen, hvor det underliggende aktiv som oftest er unoterede aktier eller kapitalandele. SKAT påpeger i den juridiske vejledning for værdiansættelse af aktieklasser i A/B-modeller, at værdiansættelsen af gevinstmuligheden skal ske med udgangspunkt i de to ovenfor beskrevne modeller, men at disse er vejledende og at det afgørende er at finde den mest retvisende værdi. Dette bevidner om en indtil nu lidt uklar praksis herpå.

Den nye praksis, som beskriver at B-anparternes gevinstmulighed skulle medtages i værdiansættelsen af B-anparterne, trådte i kraft med virkning fra 28. februar 2021. Der er endnu ikke set afgørelser herpå, som beskriver hvorvidt at gevinstmuligheden reelt set kan værdiansættes herudfra.

11 Generationsskifte i praksis

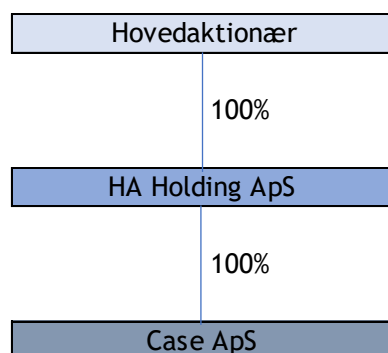
I det nærværende afsnit vil følge en beskrivelse af et generationsskifte fra start til slut for en case virksomhed. Afsnittet skal vise eksekveringen af generationsskiftet ud fra de, i tidligere afsnit, nævnte begreber og modeller.

Case ApS er en servicevirksomhed som udlejer materiel til større arrangementer og øvrige formål. Selskabet har eksisteret i snart 30 år og indtil nu været 100 % ejet af hovedaktionær⁵ igennem hans holdingselskab HA Holding ApS⁶.

HA ønsker på baggrund af et længere sygdomsforløb at sikre virksomhedens fremtid, og give hans børn mulighed for at få andel i den fremtidige værditilvækst. Han ønsker derfor at overdrage en del af hans anparter i HA Holding ApS til hans tre børn. HA's tre børn har alle løbende været ansat i Case ApS og har derfor indgående kendskab til selskabet. HA's tre børn ønsker alle at overtage anparter i HA Holding ApS, men ikke at varetage den daglige drift af Case ApS, hvorfor ansættelse af en administrerende direktør vil være nødvendigt.

Case ApS havde i 2020 et positivt resultat på t.kr. 27.972 samt en egenkapital på t.kr. 190.146 med en soliditetsgrad på 35,7%. Case ApS har i de seneste 3 år udvist positive resultater og forventes fremadrettet at gøre det samme.⁷

HA Holding ApS' kapitalandele i Case ApS indregnes til indre værdi.



Figur 16 - Nuværende koncernstruktur

Nedenfor vil udførslen af generationsskiftet gennemgås og beskrives med samme struktur som teorien er beskrevet med i tidligere afsnit.

⁵ Hovedaktionær vil i rapporten omtales som HA

⁶ Hovedaktionærs holdingselskab vil i rapporten omtales som HA Holding ApS

⁷ Se bilag 1.

11.1 Hvad skal overdrages og hvem skal der overdrages til?

I første omgang skal det fastlægges, hvad der skal overdrages. Som det fremgår af ovenstående, ønsker HA at overdrage anparter fra HA Holding ApS. Han ønsker at hvert barn, skal have lige stor andel i selskabet, hvorfor HA ønsker at overdrage 90% af anparterne således, at hvert barn kan overtage 30%. Da HA's børn ikke ønsker at drive virksomheden, men blot få andel heri, vil HA med de sidste 10% af anparterne ligeledes bibeholde 100% af stemmerettighederne. Det gør sig gældende for overdragelsen, at en overdragelse til flere personer i sameje anses for en enkelt overdragelse, mens en samlet overdragelse til flere modtager anses som flere overdragelser.⁸

11.2 Til hvilken værdi skal anparterne overdrages?

Når der er styr på, til hvem og hvad der skal overdrages, så er det tid til at kigge på, hvilken værdi, der skal overdrages til. Dette kan gøres ved anvendelse af tidligere nævnte værdiansættelsesmetoder under pkt. 9.

Ved fastlæggelse af metode til værdiansættelse af anparterne, er alle værdiansættelsesmetoderne i første omgang aktuelle. Hver enkelt værdiansættelsesmetode vurderes nedenfor på baggrund af deres anvendelighed, og i hvor høj grad metoderne bringer de mest korrekte værdier frem i lyset.

I forhold til opgørelse af værdien til brug for generationsskiftet, vil der blive udarbejdet en værdiansættelse af Case ApS. Værdiansættelsen foretages af Case ApS, da HA Holding ApS udelukkende ejer kapitalandele i Case ApS, hvormed værdien af dette holdingselskab vil svare til værdien af Case ApS.

Case ApS udarbejder budget for et år ad gangen. Budgettet viser kun forventningerne til de næstkommende 12 måneder. Case ApS har i øvrigt ikke andre, nedskrevne mål/forventninger til fremtiden end førnævnte budget.

11.2.1 Generationsskifte jf. hovedreglen

I casebeskrivelsen er det HA's børn, som skal overtage størstedelen af ejerandelene i generationsskiftet. Dette udelukker dermed også hovedreglen, hvor køber/sælger kan handle til en indbyrdes aftalt handelsværdi. Dog er undtagelsen hertil, at der for udvalgte personkredse – visse familiemedlemmer og nære medarbejdere – er en særlig lovgivning der gør, at handelsværdien

⁸ C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession - <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1946385>

af Case ApS skal foregå til markedsværdi, hvorfor der skal ske en værdiansættelsesberegning, som skal sikre, at virksomheden hverken overdrages for dyrt eller for billigt.

11.2.2 DCF-modellen og EVA-modellen

På baggrund af indledende oplysninger omkring virksomheden, så der den umiddelbare vurdering, at DCF-modellen og EVA-modellen, ikke vil være den mest retvisende værdiansættelsesmetode at vælge her. Dette skyldes, at virksomheden ikke har gjort sig umage med at udarbejde og beskrive forventningerne flere år ud i fremtiden, men kun næstkommende år – herunder forhold omkring omsætningsvækst, forventet stigning i direkte omkostninger, lønudvikling m.v. Havde disse forhold været til stede, så kunne der på baggrund af disse oplysninger med fordel foretages en værdiansættelse på baggrund af DCF-modellen eller EVA, da der dermed er nogle konkrete og gennemarbejdede forventninger at forholde sig til. Dette er imidlertid ikke tilfældet her, hvorfor vurderingen herfra er, at en anden værdiansættelsesmetode vil bringe en mere korrekt værdi frem.

11.2.3 Multipler

Anvendelsen af multipler vil i dette eksempel ej heller være en metode, som vurderes at vise den mest retvisende værdi af Case ApS. Dette skyldes, at multiplerne arbejder med kendte forhold og sammenlignelighed hos andre aktører på markedet, som i høj grad ligner den virksomhed, der ønskes værdiansat. Ulempen her er, at kravet omkring sammenlignelighed kan være svært at opfylde helt, da det ikke blot er at finde en anden virksomhed, som sælger de samme produkter/ydelser som den virksomhed der værdiansættes. Der skal også tages højde for den sammenlignelige virksomheds størrelse, alder, specifikke forhold i den konkrete virksomhed m.fl. (Keystones, Set: 2022). Det er oftest lettere sagt end gjort. Derudover kan det også være en tidskrævende affære at skulle finde frem til markedsværdien på den sammenlignelige virksomhed, hvis den virksomhed, som der sammenlignes med, ikke er en virksomhed, der handles jævnligt på en offentlig børs – såsom Nasdaq Copenhagen eller First North.

11.2.4 Værdiansættelse af kapitalandele og goodwill ud fra vejledende TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10

Anvendelse af TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10 til værdiansættelse af kapitalandele og goodwill vurderes under de konkrete forhold at være den mest hensigtsmæssige værdiansættelsesmetode. Dette skyldes, at der jf. tidligere beskrevet under værdiansættelsesafsnittet, er nem tilgængelighed til den data, som skal bruges i forbindelse hermed. Vurderingen lyder derfor på,

at TSS-cirkulæerne vil være den mest retvisende værdiansættelsesmetode. Dette bygger bl.a. på faktummet, at i processen er inde værdiansættes hele aktivsiden ud fra deres karakter, sammensætning m.v., hvorefter passivsiden korrigeres efter samme værdiansættelsesmetode. Herefter har fremgår der en endelig beregnet værdiansættelse af egenkapitalen i Case ApS, som skal danne grundlag for det videre forløb (Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter, 2000).

Der er dog også steder i denne praksis, hvor det kan diskuteres, hvor retvisende værdierne bliver – herunder bl.a. ejendomme, der værdiansættes til offentlig ejendomsvurdering, da disse i flere år nu har vist sig ikke at være retvisende på baggrund af de handelsværdier, som mange ejendomme i dag handles til. Vurderingen er dog fortsat, at denne værdiansættelsesmetode er den mest retvisende at bruge, da overdrager ikke er fastlåst til beregningsmodellerne, men godt kan tilrette i disse, hvis det vurderes, at der på baggrund af en anden tilgang end foreskrevet, fremkommer de mest korrekte værdier, til at afspejle markedsværdierne af Case ApS' egenkapital (Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter, 2000).

11.2.5 Selve værdiansættelsen⁹

Case ApS har en samlet aktivmasse på kr. 532.000.000 – heraf vurderes at følgende poster skal korrigeres for på baggrund af bestemmelserne i TSS-cirkulære 2000-9:

- Grunde og bygninger

Øvrige aktivposter vurderes at repræsentere de mest retvisende værdier.

Ejendommene udgør kr. 85.000.000 af den samlede aktivsum. Jf. cirkulæret anvist ovenfor, så fremgår det, at ejendomme reguleres ned til den offentlige ejendomsvurdering med tillæg af ombygningsudgifter, der ikke allerede er medtaget i den offentlige vurdering. I Case ApS udgør den offentlige ejendomsvurdering på alle selskabets ejendomme kr. 65.700.000. Hertil er der afholdt ombygningsudgifter på kr. 10.000.000, som der ikke er taget højde for i de offentlige vurderinger, hvorfor disse tillægges de kr. 65.700.000. Dette giver en samlet ejendomsvurdering på kr. 75.700.000. Dette betyder derfor, at ejendommene skal korrigeres ned i værdi jf.

⁹ Der henvises til bilag nr. 1 for regnskabstal anvendt til værdiansættelsesberegninger.

bogførte værdier med kr. 9.300.000. Hertil skal der korrigeres for den udskudte skat jf. gældende skattesatser, der p.t. er på 22% (pwc, Set: 2022). Udskudt skat udgør kr. 2.046.000. Herefter vil reguleringerne vedr. ejendomme udgøre kr. 7.254.000.

I forhold til tidligere nævnte opmærksomhedspunkter under pkt. 9.5 ved anvendelse af TSS-cirkulære 2000-9 vedr. ejendomsværdifastsættelse, så kan det diskuteres, hvorvidt ejendomsvurderingerne viser en retvisende værdi af ejendommenes reelle værdier. Dette er vurderet og beregnet på i værdierne angivet ovenfor på baggrund af tidligere købssummer, offentlig ejendomsvurdering, hvor længe ejendommene har været ejet kontra anskaffelsessummer på daværende tidspunkt m.v. Gennemgangen har vist, at senest, offentlige ejendomsvurdering har passeret rimeligt i forhold til forventningerne til udviklingen i ejendomspriserne i samfundet. Hertil kan det ses på ejendommen, som Case ApS har haft i mange år, at senest ejendomsvurdering er steget til en værdi, der virker sandsynlig og retvisende. Med denne argumentation er vurderingen, at det er forsvarligt at bruge værdierne opgjort efter den offentlige ejendomsvurdering med tillæg af ombygningsomkostninger på kr. 75.700.000.

11.2.6 Goodwill

Ved fastsættelse af goodwill i Case ApS, så skal der jf. TSS-cirkulære 2000-10 tages udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater før skat eller Case ApS' skattepligtige indkomst. I gennemgangen er der taget udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater.

Jf. værdiansættelsesafsnittet omkring fastsættelse af værdi på goodwill, så skal der korrigeres for flere forskellige regnskabsposter. Korrektionerne er vist nedenfor:

Casevirksomhed:	3. sidste år	2. sidste år	sidste år
Driftsresultat	32.300.000	17.700.000	35.900.000
Medarbejdende ægtefælle	- 420.000	- 430.000	- 440.000
Finansielle indtægter	- 770.000	- 570.000	- 790.000
Finansielle udgifter	10.000.000	9.300.000	8.800.000
I alt:	41.110.000	26.000.000	43.470.000

Tabel 5 - Opgørelse af resultater før skat inkl. korrektioner jf. TSS-cirkulære 2000-10

På baggrund af udførte korrektioner, så ender Case ApS med at have resultater vist nederst i billedet på henholdsvis kr. 41.110.000 for 3 år siden, kr. 26.000.000 for 2 år siden samt kr. 43.470.000 i det sidst aflagte regnskab. Der vurderes ikke at være yderligere korrektioner end dem oplyst i tabellen ovenfor.

Når de regulerede resultater er fundet, så er næste skridt at finde det vægtede gennemsnit af resultatet for de seneste 3 år. Beregningen heraf fremgår nedenfor:

Casevirksomhed:	3. sidste år		2. sidste år		Sidste år	
	debet	kredit	debet	kredit	debet	kredit
Resultat		32.300.000		17.700.000		35.900.000
medarbejdende ægtefælle	420.000		430.000		440.000	
Finansielle indtægter	770.000		570.000		790.000	
Finansielle udgifter		10.000.000		9.300.000		8.800.000
	1.190.000	42.300.000	1.000.000	27.000.000	1.230.000	44.700.000
Resultat		41.110.000		26.000.000		43.470.000
Vægtning		1		2		3
		41.110.000		52.000.000		130.410.000
						223.520.000
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)						37.253.333

Tabel 6 - Opgørelse af det vægtede, gennemsnitlige resultat for en 3-årig periode ifm. goodwillberegning

Jf. ovenstående illustration kan det ses, at det vægtede gennemsnit af resultaterne, ender med en værdi på kr. 37.253.333. Vægtningen er størst i seneste år, og er efterfølgende aftagende indtil den rammer 1. Grunden til dette er, at seneste performance bør vægte mest i goodwillberegningerne, forrige års resultat bør vægte næstmest osv. Beregningen for det vægtede resultat kan som supplement til ovenstående illustration også vises på følgende måde:

$$\text{Vægtede resultat for den 3-årige periode} = ((41.110.000 * 1) + (26.000.000 * 2) + (43.470.000 * 3)) / 6 = \text{kr. 37.253.333.}$$

I forlængelse af det vægtede gennemsnit, bør der også tages stilling til, om der i Case ApS er en klar udviklingstendens gennem de seneste 3 år, som ens goodwillberegninger bygger på. Havde resultaterne været stigende fra år 1 til år 2 og fra år 2 til år 3, så ville beregningen gå ind og tillægge en udviklingsværdi. Dette er imidlertid ikke tilfældet i Case ApS, da det kan ses i forrige år, at resultatet har været noget dårligere end for 3 og 1 år siden. Der er dermed ikke en klar udviklingstendens - og dermed intet tillæg. Det er vurderes her, at det ikke er forsvarligt at tillægge udviklingstendens.

Efterfølgende punkt er forrentning af Case ApS' aktiver. Her er det vigtigt at bemærke, at det kun er de driftsfremmede aktiver der skal forrentes, da disse ikke har noget med goodwillberegningen at gøre. Oftest vil der kunne stilles spørgsmål ved følgende: Hvad er en udefrakommende – f.eks. en investor – villig til at betale mere end kurs 100 for?

I Case ApS er aktivmassen nedbragt fra kr. 532.000.000 til kr. 58.444.672, hvilket er en regulering på kr. 473.555.328 svarende til den værdi, som vurderes at dække over de ikke-driftsfremmede aktiver i Case ApS' balancesum. Denne tilbageværende værdi på kr. 58.444.672 skal forrentes jf. VSL § 9, plus 3 %, som nævnt tidligere under pkt. 9.5 vedr. værdiansættelsen. Forrentningen ender herefter med en værdi på kr. – 1.753.340. Denne værdi nedbringer det vægtede resultat fra kr. 37.253.333 til kr. 35.499.993.

Afslutningsvist i beregningen af goodwill skal der ganges en kapitaliseringsfaktor på det indtil videre beregnede resultat. Kapitaliseringsfaktoren fastsættes på baggrund af tidligere nævnte forhold under værdiansættelsesafsnittet jf. VSL§ 9, + 8 % - svarende i 2021 til en %-sats på 8 % - samt forventningen til levetiden på den beregnede goodwill. I og med at levetider på goodwill kan være svære at gennemskue, så ses det oftest, at goodwill fastsættes til 7 år. Dog er det muligt på baggrund af veldokumenterede data at anvende en levetid, der er kortere eller længere end de 7 år. Vurderingen i Case ApS er dog, at der ikke ses nogen velargumenterede begrundelser for, at goodwill skal fastsættes højere eller lavere end de 7 år, hvorfor udgangspunktet benyttes på de 7 år.

Med de data kan kapitaliseringsfaktoren nu beregnes. Nedenfor er opstillet en tabel, som viser, hvilken faktor, der skal ganges på det resterende beregnede goodwillbeløb fra tidligere på kr. 35.499.993:

Levetid	7									
Tidspunkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Rente	8									
	0,86	0,67	0,51	0,37	0,24	0,14	0,04	-0,04	-0,11	-0,17
		1,53	2,04	2,41	2,65	2,79	2,83	2,79	2,69	2,52
Kap.faktor:	2,83									

Tabel 7 - Kapitalisering af goodwill på baggrund af levetider og gældende kapitalafkastsat

Ud fra tabelopstillingen ovenfor kan det ses, at den faktor, som skal anvendes i sidste fase af beregningen, udgør 2,83. Når denne ganges på de kr. 35.499.993, så ender værdien på kr. 100.464.980, hvilket også er den endelige værdi af goodwill i Case ApS.

Afslutningsvist er der i Case ApS foretaget et nedslag i den beregnede goodwill på 30%. Dette er gjort med den argumentation, at der er virksomheds- og branchespecifikke forhold der gør,

at goodwillen ej har kurs 100 i værdi. Den endelige værdi på goodwill bliver dermed på kr. 70.351.008 (afrundes til kr. 70.000.000).

Som det var tilfældet ved værdiansættelse af ejendommene, så der skal ligeledes korrigeres for den udskudte skat på goodwill. Denne beregnes med samme procentsats som tidligere – altså 22% -, hvilket giver kr. 15.400.000.

På baggrund af ovenstående beregninger, så kan den endelige værdiansættelse af Case ApS vises som nedenfor:

Case ApS	DKK
Egenkapital	190.000.000
Foreslået udbytte for året	-
Domicilejendomme, bogført værdi tilbageført	- 85.000.000
Domicilejendomme, seneste off. vurdering	75.700.000
Udskudt skat, 22 %	2.046.000
Goodwill efter SKTST's vejledende regler, 7 års levetid	70.000.000
Udskudt skat heraf, 22 %	- 15.400.000
I alt	237.346.000

Tabel 8 - Værdiansættelse af Case ApS

På baggrund af ovenstående beregninger ender Case ApS med at have en samlet værdi på kr. 237.346.000 (afrundes til kr. 237.000.000).

11.2.7 Test af værdiansættelse

På baggrund af ovenstående, beregnede værdi af Case ApS, er det relevant at stille spørgsmålstegn ved, om det nu også er den værdi, som virksomheden reelt er værd. For at teste dette kunne der med fordel tages udgangspunkt i en anden værdiansættelsesmetode for at se, hvad denne nye tilgang giver af værdier, og med den forudsætning indregnet, at Case ApS skal sælges til en tredjemand. Som eksempel herpå er der valgt at anvende en multiple værdiansættelsesmetode til at teste værdiansættelsen med. Grunden til at der er valgt en multiple værdiansættelsesmetode til at sammenligne med, er at denne også kigger på historiske data, hvorfor det kunne være interessant at se på, om værdierne bliver nogenlunde ens, når der tages udgangspunkt i samme data. Når det så er sagt, så kan det ikke sammenlignes helt, da TSS-cirkulærerne har en anden tilgang end den multiple værdiansættelse.

Til værdiansættelse af Case ApS ud fra multipler, er der valgt at anvende EV/EBITDA-multiplen. Dette er gjort med den begrundelse, at der tages udgangspunkt i resultatet før afskrivninger og på den måde isoleret set kigger på virksomhedens evne til at genere overskud uafhængigt af skattemæssige, finansieringsmæssige eller afskrivningsmæssige forhold. Derudover fjernes ligeledes risikoen for, at der beregnes misvisende værdier, der måtte opstå på baggrund af forskellige finansielle forhold og/eller forskellige afskrivningsprofiler jf. anvendt regnskabspraksis. Som tillæg hertil er de andre værdiansættelsesmetoder ej anvendt – herunder DCF-modellen samt øvrige multiple værdiansættelsesmetoder -, da Case ApS, virksomhedsspecifikke forhold gør, at EBITDA-multiplen vil være den mest retvisende værdiansættelse multiple at bruge.

Lad os sige at Case ApS har en beregnet EV/EBITDA på 6, som er beregnet på baggrund af niveauet for andre sammenlignelige virksomheder i markedet¹⁰ og at EBITDA i Case ApS er beregnet til at være kr. 86.500.000 - når multiplen ganges på denne, så ender virksomheden med at have en værdi på kr. 519.000.000. Herefter skal gælden trækkes fra, som i Case ApS udgør kr. 221.000.000, hvilket giver en værdi på kr. 298.000.000. Afslutningsvist skal likvide beholdninger tillægges, hvilket i Case ApS udgør kr. 600.000, hvorfor værdien til sidst ender på kr. 298.600.000 (afrundes til kr. 300.000.000).

På baggrund af ovenstående beregninger kan det ses, at ved EV/EBITDA-multipler, så beregnes der en værdi af Case ApS på kr. 300.000.000, hvilket svarer til kr. 63.000.000 mere end ved anvendelse af TSS-cirkulærerne. Dette må siges ikke at være en helt uvæsentlig forskel. Med en sådan beregnet værdiansættelse ved potentielt salg til en tredjemand, så kunne det være en udtryk for, at den værdiansættelse, der blev beregnet i første omgang, måske ikke er helt retvisende.

11.2.8 Fordele og ulemper

Tages der udgangspunkt i de værdier, som er beregnet ovenfor, så ses det, at i en generationsskiftesituation, vil næste generation kunne overtage Case ApS til en værdi kr. 63.000.000 mindre, hvilket er at foretrække. Dette er selvfølgelig under forudsætning af, at Skattestyrelsen godkender værdier i generationsskiftet. I situationen hvor generationsskiftet gennemføres til

¹⁰ Der er på baggrund af hele formålet med projektet ikke foretaget en egentlig EV/EBITDA-beregning, da dette ikke vurderes at give projektet mere eller mindre udbytte sammenlignet med projektets problemformulering. Formålet er dermed i højere grad at belyse forskellige forudsætninger for værdiansættelse, hvad der ligger til grund for forskellige tilgange samt hvor stor et spænd, der kan være mellem værdiansættelserne at afhængig af, hvilken værdiansættelsesmetode der anvendes.

den lave værdi, så kan det ske, at Skattestyrelsen vil gennemgå værdiansættelsen, hvor de f.eks. vil foretage deres egen værdiansættelser for at se, om de er enige i forholdene og beregningerne, der er lagt til grund for værdiansættelsen. Såfremt forholdene kontrolleres, så må det formodes at processen kan trække ud, så ønskes der et hurtigt generationsskifte, så antages det, at det må være bedre at sætte prisen lidt højere end beregnet. Dette er dog ingen garanti for, at Skattestyrelsen ej foretager deres egne beregninger, hvorfor processen alligevel vil trække ud. Modsat er der jf. tidligere erfaret, at i jo bedre tid planlægningen af generationsskiftet starter, jo bedre kan processen gennemføres på baggrund af familiens ønsker og behov. Udgangspunktet er dog stadig, at værdiansættelsen skal ske til handelsværdi mellem to uafhængige parter.

Hele kompleksiteten i værdiansættelsen af Case ApS i en generationsskiftesituation ligger netop i, at det ikke vides, hvad en uafhængig tredjemand vil betale for virksomheden. Derfor er værdiansættelsen svær at fastsætte, da overdrager – set i det store hele, når alles interesser tages i betragtning – ikke vil værdiansætte virksomheden for lavt, men samtidig ej heller for højt. Hvis Skattestyrelsen i nogle tilfælde mener, at værdiansættelsen af Case ApS i stedet burde være i den høje ende, så må det antageligvis betyde, at Skattestyrelsen har velargumenterede begrundelser herfor. Under forudsætning af tilegnet viden i projektet indtil nu, så er vurderingen, at det lave bud er lige så godt, som det høje bud, hvis der ikke er fundet en potentiel, interesseret køber af virksomheden. Mener Skattestyrelsen, at virksomheden er de kr. 300.000.000 værd, så kan det diskuteres, hvor retvisende værdien så er, hvis ingen, uafhængige parter er interesseret i at købe Case ApS til denne værdi.

I praksis sker et generationsskifte efter bedste skøn over virksomhedens værdi. En måde at teste værdiansættelsen i den virkelige verden vil derfor være, at indhente tilbud på et evt. salg af virksomheden, men det vil være alt for omfattende at gennemføre. Det er ej heller sikkert, at der er nogen interesserede købere. Hvis det er tilfældet, så vil et generationsskifte slet ikke være muligt. Med henvisning til første linje, så må virksomhedens værdi fastsættes ud fra bedste overbevisning til værdier, som både Skattestyrelsen og virksomheden, og dennes interesseforbundne parter, kan acceptere.

11.3 Hvordan skal generationsskiftet struktureres?

Værdiansættelsen af Case ApS har nu fundet sted, og er blevet fastslået til mio. kr. 237 – det vil sige, at næste punkt i generationsskiftet er at få fastlagt en måde, hvorpå generationsskiftet skal struktureres. Selve struktureringen tager udgangspunkt i HA Holding ApS, da det er dette

holdingselskab der ejer kapitalandelene i Case ApS, og det netop er disse kapitalandele, der skal overdrages.

11.3.1 Succession eller ej?

I første omgang skal det klarlægges om generationsskiftet kan ske med succession eller ej. Som nævnt pkt. 8, vil overdragelse af anparter normalvis udløse en avancebeskatning hos overdrager. Dette kan dog undgås, hvis overdragelsen sker med skattemæssig succession og dermed være fordelagtigt for HA. Det vil betyde at avancen ved salget af anparterne ikke realiseres og dermed ikke kommer til beskatning ved overdragelsen, men først når modtager af anparterne atter afstår virksomheden. HA's børn vil ved skattemæssig succession derfor blot succedere i HA's skattemæssige stilling.

For at der kan ske skattemæssig succession er der dog en række kriterier som skal være opfyldt. Der er i dette tilfælde tale om overdragelse af anparter, hvilket opfylder det første krav når det gælder skattemæssig succession.

Dernæst er det et krav, at overdragelsen af anparterne skal ske til fysiske personer inden for successionskredsen herunder nærtstående parter jf. ABL § 34. Dette er i denne situation tilfældet, da HA ønsker at overdrage anparterne til hans tre børn. Alle tre børn er endvidere skattepligtige til Danmark efter KSL § 1, hvilket ligeledes er et krav for at kunne udføre en skattemæssig succession.

Det er endvidere et krav at de anparter der overdrages, udgør mindst 1% af anpartskapitalen, hvilket også er tilfældet her, da HA ønsker at overdrage 90% af alle anparterne, hvor hver overdragelse omfatter 30% af anparterne.

Til slut er det et krav at selskabet, hvorfra anparterne overdrages, primære formål ikke er passiv kapitalanbringelse - altså en pengetank. HA Holding ApS ejer udelukkende kapitalandele i Case ApS, og anses derfor som udgangspunkt som et selskab med passiv kapitalanbringelse. Datterselskabsanparter medregnes dog ikke såfremt at selskabet direkte eller indirekte ejer mere end 25% af selskabskapitalen jf. ABL § 34, stk. 6. I 2020 udgør kapitalandele 100% af selskabet samlede aktiver. Case ApS har driftsmidler til en værdi på mio. kr. 388. Dette udgør 73% af selskabets samlede aktiver, hvilket derfor anses som værende en aktiv del og Case ApS anses derfor ej heller som en pengetank. Dette på trods af, at størstedelen af Case ApS' driftsmidler er finansielt leasede aktiver. (SKM2014.261.SR, 2014)

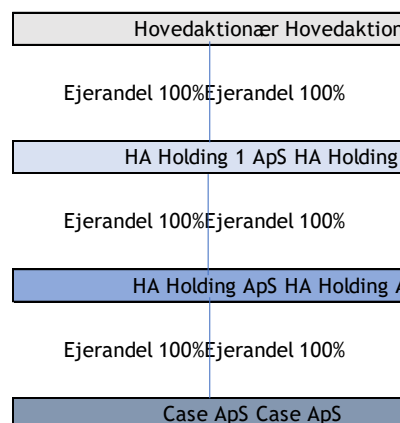
Af denne grund kan der ved overdragelsen af anparterne i HA Holding ApS altså anvendes skattemæssig succession.

HA ønsker at generationsskiftet skal tilgodese alle parter, hvorfor det ønskes undersøgt, hvilket andre muligheder der foreligger for det forestående generationsskifte. HA's eneste krav er at, han sammen med hans tre børn skal eje HA Holding ApS, mens han stadig bevarer den bestemmende indflydelse.

Det vil derfor være relevant, se på muligheden for anvendelsen af A/B modellen, som er et alternativ til overdragelse ved skattemæssig succession.

11.3.2 A/B-modellen

Som nævnt tidligere i afsnit 10.5 skal der ved anvendelsen af A/B modellen, forud for overdragelsen ske en opdeling af anparterne i A- og B-anparter. I dette tilfælde vil det betyde de 10% af anparterne, som HA skal beholde klassificeres som A-anparter, mens de resterende 90% af anparterne klassificeres som B-anparter. Opdelingen af anparterne vil ske, mens HA stadig ejer 100% af HA Holding APS. Da det på nuværende tidspunkt er HA, der ejer HA Holding ApS, vil udbytteretten på A-anparterne tilfalde HA, og udnyttelsen heraf vil derfor løbende medfører aktieindkomst til beskatning ved HA privat. Denne situation kan undgås ved at foretage en skattefri anpartsombytning. HA indskyder dermed hans A-anparter i et nystiftet holdingselskab, her kaldet HA Ejendomme ApS. Formålet hermed, er at det nye holdingselskab nu vil kunne modtage skattefrit udbytte fra HA Holding ApS. Stemmeretskravet ved anpartsombytningen er opfyldt, da HA ejer alle A-anparterne, og anpartsombytningen vil derfor kunne foretages skattefrit, men da der foretages anpartsombytning af datterselskabsanparter, vil der alligevel være skattefrihed.



Figur 17 - Koncernoversigt efter skattefri anpartsombytning

HA Holding 1 ApS vil med A-anparterne i HA Holding ApS som nævnt opnå retten til den forlods udbytte af fremtidigt overskud i HA Holding ApS, indtil at den forlods udbytte er fuldt udbetalt. Først herefter vil B-anparterne modtage udbytte eller opnå værditilvækst af kapitalandelene.

Overdragelsen af B-anparterne til HA's tre børn sker efter at den skattefrie anpartsombytning af A-anparterne er gennemført og den forlods udbytte er tildelt A-anparterne. Alle tre børn ønsker anparterne anbragt i hver deres personligejede holdingselskab, hvorfor hvert barn efter modtagelse af deres B-anparter, skal overdrage B-anparterne til hver deres helejede holdingselskab.

Der vil nu ud fra værdiansættelsen af HA Holding ApS under pkt. 11.2.5 følge en beregning af A- og B-anparternes værdi.

HA ejer inden opdeling af anparterne 100% af HA Holding ApS som har en handelsværdi på kr. 236.820.000. og nom. kr. 200.000 i anpartskapital.

A-anparternes forlods udbytte har da en værdi på kr. 236.800.000. A-anparterne skal som tidligere nævnt udgøre 10% af den nominelle anpartskapital, hvilket svarer til kr. 20.000. Den samlede værdi af A-anparterne udgør da kr. 236.820.000. Opskrivningen herpå fastsættes til 7,5%, da løbetiden for udbytteretten forventes at være maksimalt 10 år og selskabets aktivitet og indtjeningsforhold ikke vurderes særlig risikofyldte. De 7,5% i opskrivning er af SKAT accepteret som et acceptabelt niveau (SKM2019.371.SR - Overdragelse af anparter ved en A/B-model med gevinstmulighed til børn - Praksisændring, 2019).

Dette vil give følgende afviklingsplan, hvis det antages, at der hvert år udbetales det samme udbytte fra HA Holding ApS til HA Holding 1 ApS, hvor den forlods udbytte ligger.

ÅR	FORLODSUDBYTTERET PRIMO	FORRENTNING 7,5%	FORVENTET UDLODNING	FORLODSUDBYTTERET ULTIMO
2021	236.820.000,00	17.761.500,00	34.501.341,33	220.080.158,67
2022	220.080.158,67	16.506.011,90	34.501.341,33	202.084.829,23
2023	202.084.829,23	15.156.362,19	34.501.341,33	182.739.850,09
2024	182.739.850,09	13.705.488,76	34.501.341,33	161.943.997,52
2025	161.943.997,52	12.145.799,81	34.501.341,33	139.588.456,00
2026	139.588.456,00	10.469.134,20	34.501.341,33	115.556.248,86
2027	115.556.248,86	8.666.718,66	34.501.341,33	89.721.626,20
2028	89.721.626,20	6.729.121,96	34.501.341,33	61.949.406,83
2029	61.949.406,83	4.646.205,51	34.501.341,33	32.094.271,01
2030	32.094.271,01	2.407.070,33	34.501.341,33	-

Tabel 9 - Forrentning og afvikling af forlods udbyttet

Det er vigtigt at pointere, at der i tabellen er regnet med en forventet udlodning som hvert år er den samme - den reelle udlodning vil naturligvis svinge, alt efter hvorledes Case ApS' bundlinje i de kommende år vil udarte sig. Af afviklingsplanen ses det ligeledes, at det kræver en høj udlodning hvert år, for at modsvare forrentningen på 7,5%.

Med den ovenstående værdiansættelse af A-anparterne på kr. 236.800.000 tillagt 7,5% i risikotillæg, udgør B-anparterne da den resterende del af anpartskapitalen på kr. 180.000 svarende til 90% af kr. 200.000.

B-anparterne på kr. 180.000 skal nu fordeles mellem HA's tre børn. Hvert barns anparter udgør da en kostpris på kr. 60.000.

Som nævnt i afsnit 10.5 sendte SKAT i 2020 et nyt styresignal ud, omhandlende en praksisændring vedrørende værdiansættelsen af B-anparterne ved anvendelse af A/B-modellen. Dette med virkning fra 28. februar 2021. Praksisændringen betyder, at der ved beregningen af B-anparterne, i situationer hvor den forlods udbyttet udgør hele eller i overvejende grad svarer til egenkapitalens handelsværdi, skal tages højde for den eventuelle gevinstmulighed der tilfalder disse ved et salg. Dette gøres for at udjævne det asymmetriske forhold mellem gevinst- og tabsmuligheden på B-anparterne. Da den forlods udbyttet i denne situation, i overvejende grad svarer til egenkapitalens handelsværdi, eksisterer der en gevinstmulighed for B-anparterne, som derfor skal tillægges B-anparternes værdi.

For forståelsen af det asymmetriske forhold mellem gevinst- og tabsmuligheden på B-anparterne opstilles ud fra ovenstående værdier et eksempel til beskrivelse heraf:

Situation 1 – selskabet falder i værdi

Det antages at HA Holding ApS falder til en værdi på kr. 100.000.000, og at selskabet sælges til denne værdi. Der er frem til salgstidspunktet ikke udloddet udbytte, hvilket vil betyde følgende:

Hvert barn lider et tab, der er begrænset til kostprisen på kr. 60.000, svarende til 30 % af anpartskapitalen på kr. 200.000. Ingen af dem får andel i salgsprovenuet, da dette udelukkende vil gå til betaling af den forlods udbytteret som ligger hos HA.

HA modtager de kr. 100.000.000, som skal dække den forlods udbytteret på kr. 236.820.000, hvorfor han ligeledes lider et økonomisk tab på kr. 136.820.000, hvor der er tillagt den nominelle værdi af A-anparterne på kr. 20.000.

Situation 2 – selskabet stiger i værdi

Det antages at HA Holding ApS stiger til en værdi på kr. 300.000.000, og at selskabet sælges til denne værdi. Der er frem til salgstidspunktet ikke udloddet udbytte, hvilket vil betyde følgende:

HA modtager kr. 236.820.000, som skal dække den forlods udbytteret på kr. 236.820.000. Endvidere vil han modtage kr. 6.300.000, svarende til 10% af selskabets værdistigning på kr. 63.000.000 ($300.000.000 - 237.000.000 = 63.000.000$), da han kun har 10% af anpartskapitalen.

Hvert barn vil ved salget opnå en gevinst på 30% hver af værdistigningen på kr. 63.000.000, svarende til kr. 18.900.000. Dette på grundlag af de erhvervede kapitalandele for kr. 60.000.

Af de opstillede situationer ses det altså, at hvert barn for kr. 60.000 kan erhverve sig en mulighed for en stor gevinst, hvis selskabet stiger i værdi. Hvorimod HA vil påtage sig stort set hele tabsrisikoen, hvis selskabet falder i værdi, da børnenes tab her er begrænset til værdien af kostprisen for deres anparter.

Det er denne gevinstmulighed SKAT ønsker tillagt B-anparternes værdi ved overdragelse heraf.

11.3.3 Beregning af gevinstmulighed

Nedenfor vil følge en beregning af gevinstmuligheden ud fra henholdsvis Black-Scholes modellen og binomialmodellen som begge er anerkendt af SKAT til beregning af gevinstmuligheden på B-anparterne.

11.3.3.1 Black-Scholes

Til beregningen af B-anparternes gevinstmulighed ved anvendelse af Black-Scholes modellen er nedenfor opstillet de hertil nødvendige værdier:

- Aktieprisen = 2.370.000
- Aftalekurs = 100
- Volatiliteten for aktiekursen = 7,5%
- Rente = 2%
- Løbetid = 1 år

Aktieprisen på kr. 2.370.000 svarer til værdien af én anpart, når handelsprisen er mio. kr. 237 for hele anpartskapitalen. Da det er en unoteret anpart, må den værdiansatte handelsværdi anvendes som aktieprisen, da det ikke er muligt at aflæse den konkrete dagskurs, som det ellers ville være muligt, hvis det drejede sig om noterede anparter.

Dette afspejler sig endvidere i aftalekursen, som er fastsat til kurs 100. Da der ved generationsskifte ikke foreligger en egentlig option og anparten i sin forstand egentlig allerede er overgået er det svært at argumentere for at der findes en aftalekurs som afviger fra kurs 100, da aktieprisen i en A/B-model som her, er til nominel værdi, kurs 100, da selskabets øvrig værdi tillægges den forlods udbyttet og de hertil forbundne kapitalandele.

Volatiliteten er fastsat til 7,5% svarende til forrentningen på den forlods udbyttet i afsnit 10.5. Volatiliteten er som tidligere nævnt svær at fastsætte når det drejer sig om unoterede anparter, da den udtrykker de udsving der er i det underliggende aktivs værdi. Da der her er tale om en unoteret aktie, vil der ikke ses store udsving i værdien, hvorfor volatiliteten i stedet afspejler den risiko der er forbundet med det underliggende aktiv - altså i dette tilfælde virksomheden. Netop dette er forrentningen af den forlods udbyttet også fastsat ud fra, hvorfor denne risikovurdering, ligeledes vurderes at kunne danne grundlag for volatiliteten. Da volatiliteten ikke kan fastsættes korrekt, kan anvendeligheden af modellen betvivles.

Da der ved et generationsskifte som oftest allerede er sket overgang af kapitalandele og der derfor egentlig ikke er en konkret løbetid for optionen, kan det være problematisk at fastsætte løbetiden. Løbetiden fastsættes til 1 år.

Ud fra ovenstående værdier, kan Black-Scholes modellen nu anvendes til beregning af gevinstmuligheden.

Først skal d_1 og d_2 beregnes:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{2.370.000}{100}\right) + \left(2\% + \frac{7,5\%^2}{2}\right) \times 1}{7,5\% \times \sqrt{1}} = 134,61$$
$$d_2 = 134,61 - 7,5\% \times \sqrt{1} = 134,54$$

Værdien af optionen kan nu beregnes:

$$\text{Optionens pris} = 2.370.000 \times N(134,61) - 100 \times e^{-2\% \times 1} \times N(134,54) = 2.369.901,98$$

Black-Scholes modellen værdiansætter dermed prisen for optionen til kr. 2.369.901,98, hvilket betyder, at der pr. overdraget anpart, skal tillægges en værdi på kr. 2.369.901,98.

I praksis vil det betyde, at når hvert barn overtager 30% af anparterne til en værdi på kr. 60.000 skal der tillægges en værdi på kr. $2.369.901,98 \times 30 = \text{kr. } 71.097.059,40$. Overdragelsessummen vil da udgøre kr. 71.157.059,40 pr. barn. Således vil overdragelsessummen overstige den værdi, som de 30% af kapitalandelene egentlig ville udgøre ud af den samlede handelsværdi på mio. kr. 237 (30% af kr. 237.000.000 = kr. 71.100.000). Da bortfalder den likviditetsmæssige fordel ved anvendelse af A/B-modellen.

11.3.3.2 Binomialmodellen

Ud fra de samme værdier som er anvendt i foregående afsnit beregnes gevinstmuligheden nu ud fra binomialmodellen.

Hvor:

- Aktieprisen = 2.370.000
- Aftalekurs = 100
- Volatiliteten for aktiekursen = $\sigma = 7,5\%$
- Rente = 2% for 1 år (1% for 6 måneder)
- Løbetid = 1 år
- Periode som en del af året = $h = 2$ periode á 6 måneder = 0,5

Først beregnes den værdi, som optionen enten vil stige eller falde med.

$$\text{Upside ændring} = u = e^{7,5\% \sqrt{0,5}} = 1,0545$$

$$\text{Downside ændring} = d = \frac{1}{1,0545} = 0,9483$$

Ud fra ovenstående ses det, at prisen på det underliggende aktiv ved udløbet af en periode, vil enten falde med 5,45% eller stige med 5,17%.

Ud fra ovenstående beregning, kan nu opstilles et binomialtræ, som viser udviklingen i aktiekursen over flere perioder. Endvidere kan det anvendes til at beregne prisen på optionen for de pågældende perioder. Den øvre værdi i træet udgør aktiekursen og den nedre værdi viser optionens pris.

Periode 0	Periode 1	Periode 2
		111,19
		11,19
	105,45	
	6,44	
100,00		100,00
3,70		0
	94,83	
	0	
		89,94
		0

Figur 18 - Binomialfordelings træ

I perioderne hvor aktiekursen er mindre end aftalekursen, da vil optionens værdi være kr. 0, hvorfor dette er angivet, hvor det er tilfældet. Endvidere kan det uden yderligere beregning opgøres hvad optionens værdi er i periode 2. Prisen på optionen er i begge perioder steget, og optionens værdi kan da opgøres til kr. 11,19 (111,19 – 100).

For at beregne optionens værdi i de øvrige perioder, beregnes først sandsynligheden for at aktieprisen stiger.

$$P = \text{sandsynlighed for aktieprisen stiger} = \frac{1\% - (-0,0545)}{0,0517 - (-0,0545)} = 0,581$$

Ud fra ovenstående kan det da udledes, at sandsynligheden for at prisen på optionen stiger er 58,1% og dermed 41,9% sandsynlighed for at prisen på optionen falder.

Således kan den forventede værdi af optionen efter udløbet af periode 1 beregnes:

$$\text{Forventet fremtidig værdi af option} = 0,581 \times 11,19 + (1 - 0,581) \times 0 = 6,5$$

Optionens værdi efter udløbet af periode 1 kan da beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{Optionens værdi} = \frac{6,5}{1 + 1\%} = 6,44$$

Det ses dermed, at ved udløbet af periode 1 har optionen ved en kurs på 105,45 en pris på kr. 6,44.

Ovenstående anvendes nu på samme måde til at beregne værdien af optionen ved kurs 100.

Først beregnes den forventede værdi af optionen efter udløbet af periode 0:

$$\text{Forventet fremtidig værdi af option} = 0,581 \times 6,44 + (1 - 0,581) \times 0 = 3,74$$

Optionens værdi efter udløbet af periode 1 kan da beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{Optionens værdi} = \frac{3,74}{1 + 1\%} = 3,70$$

Det ses dermed, at ved udløbet af periode 0 har optionen ved en kurs på 100 en pris på kr. 3,70.

Den beregnede værdi, skal beskrive værdien af den gevinstmulighed, der skal tillægges hvert barns kostpris på kr. 60.000 pr. anpart svarende til kr. $3,70 \times 30$ anparter = kr. 111. Således vil overdragelsesværdien altså udgøre kr. 60.111.

11.3.3.3 Vurdering af beregnet gevinstmuligheder

Som ovenstående beregninger af gevinstmulighederne antyder, ligger resultaterne langt fra hinanden, hvilket i sig selv betvivler anvendeligheden heraf.

Det ses, at Black-Scholes modellen værdiansætter gevinstmuligheden pr. anpart til kr. 2.369.901,98, mens Binomialmodellen værdiansætter gevinstmuligheden pr. anpart til kr. 3,70. Spredningen på resultaterne giver anledning til at vurdere, hvorvidt de to modeller er anvendelige ud fra den givne situation samt selve rigtigheden heraf.

Når der indledes et generationsskifte inden for familien, ønskes der formentlig at overdrage til så lav en værdi som muligt, hvorfor dette eksempel antyder, at det ville være mest gunstigt at anvende binomialmodellen til beregning af gevinstmuligheden, da denne tilskriver den mindste værdi til B-anparterne. Den beregnede gevinstmulighed er dog så lav, at chancen for at SKAT vil underkende denne værdi af gevinstmuligheden er forholdsvis høj.

Modsat ville det ikke kunne betale sig at anvende Black-Scholes modellens beregning af gevinstmuligheden, da B-anparterne her tilskrives en så høj værdi, at overdragelsesværdien overstiger den egentlige handelsværdi, hvis hvert barn blot overtog 30% af anparterne uden anvendelse af A/B-modellen.

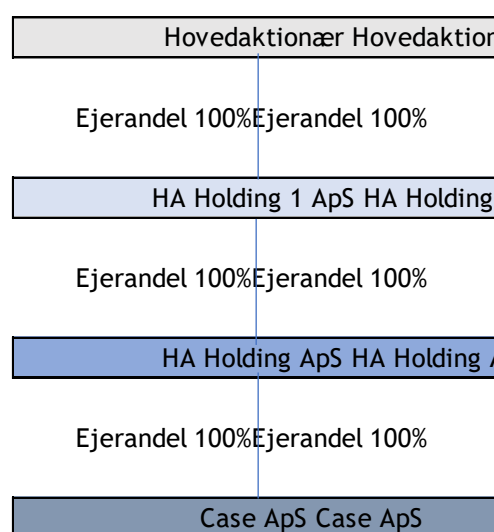
Ovenstående resultater bevidner om den kompleksitet, der er i beregningen af gevinstmuligheden, når det drejer sig om unoterede anparter. Endvidere udgør spredningen på resultaterne en usikkerhed i resultaternes rigtighed - dette understøttes af, at en del af de værdier der anvendes i beregningerne er fastsat ud fra vurderingerne og ikke kan aflæses konkret, som ville være tilfældet ved en noteret anpart.

Det vurderes, at spredningen i resultaterne er for stor til, at det giver mening at gå videre med A/B-modellen som en mulighed ved dette generationsskifte, hvorfor det for HA vil være relevant at kigge på andre muligheder for struktureringen af generationsskiftet.

11.3.4 Alternativ til A/B-modellen

Da A/B-modellen for HA bliver for kompleks i forbindelse med det forestående generationsskifte, må HA se på muligheden for en anden konstruktion heraf.

Det antages at HA stadig foretager den skattefrie anpartsombytning, således HA's kapitalandele i HA Holding ApS overdrages til HA Holding 1 ApS. Endvidere fastholdes opdelingen af anparterne i A- og B-anparter stadig, således at HA kan bevare 100% stemmerettighed igennem HA Holding 1 ApS.



Figur 19 - Koncernoversigt efter skattefri anpartsombytning

Herefter ville det være en mulighed at foretage en spaltning af HA Holding 1 ApS', hvilket i praksis ville betyde at selskabets aktiviteter opdeles i flere separate selskaber. På denne måde vil hvert barn kunne modtage hvert deres selskab med anparter i HA Holding ApS, således at alle parter får en andel i selskabet. Inden udførslen af spaltningen skal der udarbejdes en spaltplingsplan, som indeholder mellembalance og vurderingsberetning, hvilket HA Holding ApS' revisor vil assistere med.

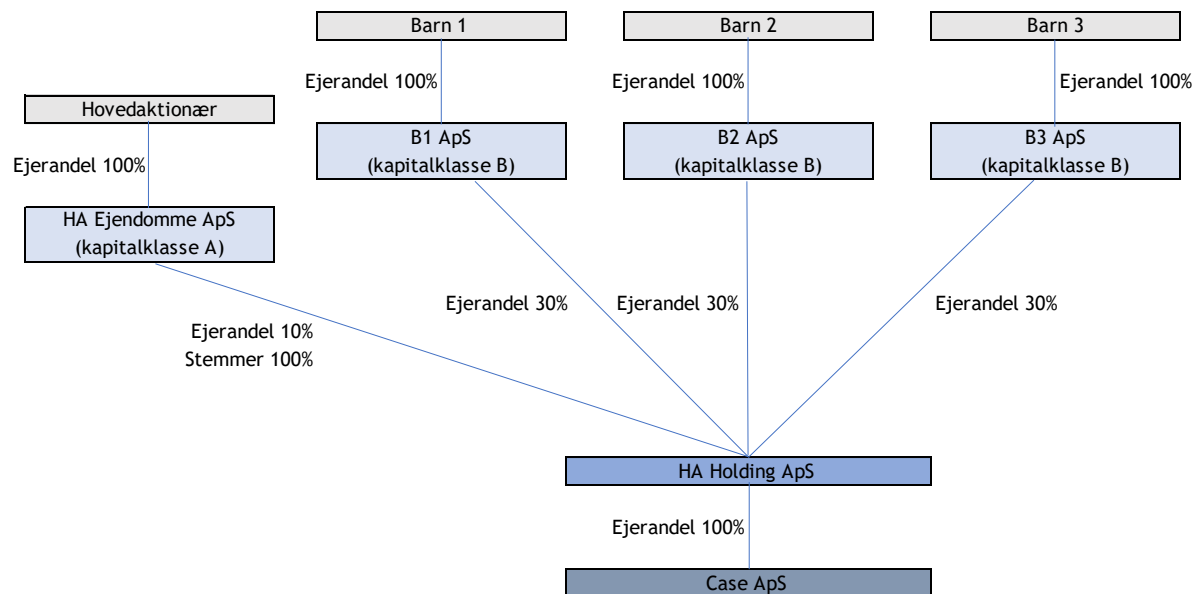
Det skal nu besluttes hvorvidt der skal ske en ophørs- eller grenspaltning. HA Holding ApS og HA Holding 1 ApS fungerer direkte og indirekte som holdingselskab til Case ApS, hvorfor selve spaltningen ikke foretages med henblik på en opdeling af aktiviteterne i HA Holding 1 ApS, men af aktiverne heri. Det vil derfor give mening at kigge mod ophørsspaltning, som skaber fri bevægelighed mellem aktiver og gældsforpligtelser i HA Holding 1 ApS.

En skattefri ophørsspaltning vil i dette tilfælde være essentiel, da overdragelsen gunstiggøres på den korte bane, da der ikke skal ske beskatning hos overdrageren. Der er også mulighed for en fleksibel ejerstruktur, da spaltningen gør det muligt at HA's børn kan overtage ejerandelene, mens HA selv beholder stemmerettighederne. Generationsskiftet kan derfor indledes på en økonomisk fornuftig måde. Ligeledes gør den skattefrie ophørsspaltning af HA Holding 1 ApS det muligt for HA at opdele selskabet i mindre aktivitetsgrupper, så modtagerne af selskaberne har mulighed for at starte enkelte selskaber med aktivitet fra HA Holding 1 ApS. HA kan derfor oprette et nyt holdingselskab til ham selv, samt tre øvrige holdingselskaber, som dermed er successionsberettiget og kan overdrages til HA's børn.

I praksis vil det betyde, at HA Holding 1 ApS ophøres og selskabets aktiver og gældsforpligtelser fordeles i nye selskaber. Således kan HA anbringe de 10% af anparterne i HA Holding ApS han ønsker i et nyt holdingselskab og hvert barn kan modtage et selskab med hver 30% af anparterne i HA Holding ApS. HA beholder da ligeledes med sin 10% af anparterne, som er klassificeret som A-anparter, stemmeflertallet og dermed den fulde kontrol over HA Holding ApS.

Det vurderes, at netop omtalte mulighed, vil skabe størst værdi og bevægelighed for både HA og hans børn i fremtiden. Børnene kan anvende deres personlige holdingselskaber til fremtidige erhvervelser af kapitalandele og værdipapirer. HA Holding ApS kan ved denne struktur ligeledes holdes i familien ved et eventuelt salg af Case ApS i fremtiden, således at de heri oparbejdede værdier ligeledes forbliver i familien.

Nedenfor følger en grafisk illustration af organisationen efter generationsskiftet.



Figur 20 - Koncernoversigt efter endt generationsskifte

Det betyder således at handelsværdien af kapitalandelene i HA Holding ApS som var opgjort til mio. kr. 237, opdeles forholdsmæssigt i de 4 selskaber ud fra de gældende procentsatser. Således at HA Ejendomme nu ejer 10% af de mio. kr. 237, svarende til mio. kr. 23,7 og at B1 ApS, B2 ApS og B3 ApS ejer mio. kr. 71,1 hver.

Handelsværdien af B1 ApS, B2 ApS og B3 ApS opgøres da til mio. kr. 71,1 hver, da der endnu ikke er anden aktivitet heri. Hvert selskab stiftes med en nominel anpartskapital på kr. 50.000.

11.4 Hvordan skal generationsskiftet finansieres?

Da det nu er fastlagt at overdragelsen af B1 ApS, B2 ApS og B3 ApS kan ske med skattemæssig succession til HA's børn, vil næste step være at se på hvorledes generationsskiftet skal finansieres.

Først og fremmest er det selvfølgelig en mulighed at hvert barn betaler handelsværdien på kr. 71.100.000 kontant og overtager deres pågældende selskab i modydelse. Dette vurderes dog ikke at være en realistisk finansieringsmulighed, da det er en sjældenhed at fysiske personer er i besiddelse af en sådan kapital. Børnene ville i dette tilfælde alt andet lige være nødsagtigt til at låne ekstern kapital, hvilket er omkostningsmæssigt tungt.

HA kan endvidere vælge at overdrage B1 ApS, B2 ApS og B3 ApS som gave til hans tre børn. Gaver der gives inden for gaveafgiftskredsen og med skattemæssig succession for børnene gaveafgiftspligtige med 15% som nævnt under pkt. 10.3.

Da overdragelsen her sker med succession og der skal betales gaveafgift skal der optages en passivpost til udligning af en eventuel fremtidig skattebetaling vedrørende virksomhedens aktiver. Passivposten skal som tidligere nævnt udgøre 22% af den beregnede skattemæssige avance ved overdragelsen af anparterne, hvorefter der beregnes gaveafgift af de resterende 78% af gaven fratrullet bundfradraget.

Beregning af passivpost	
Beregnet værdi, kapitalandele	71.100.000,00
Anskaffelsessum	50.000,00
Avance	71.050.000,00
Passivpost, 22%	15.631.000,00

Beregning af gaveafgift	
Gavens værdi	71.100.000,00
Passivpost	15.631.000,00
Afgiftspligtigt beløb	55.469.000,00
Bundfradrag 2022-niveau	69.500,00
Grundlag for gaveafgift	55.399.500,00
Gaveafgift, 15%	8.309.925,00

Tabel 10 - Beregning af passivpost og gaveafgift

I ovenstående tabel ses det, at passivposten beregnes til en værdi på kr. 15.631.000, som udgør 22% af avancen som er beregnet ud fra værdien af kapitalandelene fratrullet anpartskapitalen på kr. 50.000, som dermed udgør kr. 71.050.000.

Passivposten fratrækkes herefter gavens værdi på kr. 71.100.000 giver dermed et afgiftspligtigt beløb på kr. 55.469.000. Bundfradraget på kr. 69.500 fratrækkes det afgiftspligtige beløb og udgør da grundlaget for gaveafgiften. Den beregnede gaveafgift på 15% udgør da pr. selskab kr. 8.309.925, som forfalder til betaling hos SKAT.

Hvert barn skal derfor betales kr. 8.309.925 i gaveafgift for modtagelsen af hver deres selskab. Gaveafgiften kan som tidligere nævnt både betales af HA eller HA's børn hver især.

Nedenfor følger en tabel som viser forskellen på, hvis HA betaler afgiften for gaven fremfor børnene selv betaler.

	Børn betaler afgiften	HA betaler afgiften
Gavebeløb	71.100.000	63.873.978
Passivpost	15.631.000	-
Gaveafgift betalt af datter	8.309.925	-
Nettogave	62.790.075	63.873.978
Gaveudgift hos far	71.100.000	63.873.978
Passivpost	-	15.631.000
Gaveafgift betalet af far	-	7.226.022
Samlet udgift hos far	71.100.000	71.100.000
Gaveafgifts andel af gave fratrullet passivpost	15%	13%

Tabel 11 - Forskel på gaveafgift, hvis HA betaler gaveafgiften

Som det fremgår af ovenstående tabel, vil gaveafgiften udgøre kr. 7.226.022, hvis HA betaler den, mens gaveafgiften vil udgøre kr. 8.309.925, hvis børnene betaler den – det vil derfor udgøre en besparelse på kr. 1.083.903, hvis HA betaler den. Ovenstående tabel viser kun afgiften pr. selskab, hvilket vil sige, at HA vil skulle betale de kr. 7.226.022 i gaveafgift for overdragelsen af hvert selskab hvilket vil udgøre en samlet afgift for HA på kr. 21.678.066.

Samlet set er begge muligheder likviditetsmæssigt tunge og kræver ud fra hver parts udgangspunkt en stor kapital. Det vil dog være mest realistisk at HA har en større kapital til finansiering af gaven end hans børn. Finansieringsmuligheden kan selvfølgelig variere fra barn til barn, da børnene hver især kan have forskellige udgangspunkter og dermed kapital til rådighed.

Endvidere kunne det være en mulighed at finansiere overdragelsen ved et gældsbrev mellem HA og hans børn hver især. Da gældsbrevene udstedes inden for familien, kan disse som tidligere nævnt ydes på anfordringsvilkår. En mulighed kunne derfor være, at de årligt afdrages med et beløb op til gaveafgiftsgrænsen. Denne finansieringsmulighed vil for både HA og HA's børn være meget attraktiv, da den ikke kræver betaling af afgifter og endvidere skaber en stabil finansiering, som kan fordeles ud over en længere periode likviditetsmæssigt.

Som nævnt ovenfor kan valget af finansieringsmulighed afhænge af, hvor HA's børn er i livet og hvilket økonomisk udgangspunkt de har. Det er klart, at ønskes finansieringen af generationskiftet afviklet så hurtigt som muligt, så vil gavefinansiering være den mest effektive måde herpå.

Det vurderes dog, at det i den given situation, vil være mest fordelagtigt at finansiere generationskiftet ved et gældsbrev, da dette for alle parter vil være mest optimalt økonomisk. Der

kunne dog ses ind i en kombination af en gave og et gældsbrief, således at der i overdragelse-såret, gives en gave til hvert barn, som lige netop udløser en gaveafgiftsbeskatningen. Dette vil tvinge SKAT til at tage stilling til den værdiansættelse, der er udarbejdet på de anparter, der skal overdrages. SKAT har da 6 måneder til at tage stilling hertil, og kan dermed ikke komme på bagkant af generationsskiftet og sætte spørgsmålstejn ved værdiansættelsen. Således sikres det, at SKAT accepterer værdiansættelsen og resten af overdragelsessummen kan herefter finansieres med et gældsbrief til hvert barn. Gældsbrevene kan da årligt afdrages med et beløb op til bundfradragsgrænsen.

12 Konklusion

På baggrund af det udarbejdede projekt er det nu muligt, at besvarer den i starten af projektet opstillede problemformulering.

Det kan først og fremmest konkluderes, at der ikke er et endegyldigt svar på, hvordan et generationsskifte skal struktureres. Der findes en lang række muligheder for, hvordan et generationsskifte kan foretages. Det afhænger i bund og grund om at foretage det på den mest gunstige måde for både overdrager og modtager, og den løsning der er rigtig i ét tilfælde, er ikke nødvendigvis den rigtige i et andet tilfælde.

Det kan, når det kommer til klargøringen og planlægningen af generationsskiftet, konkluderes at det er vigtigt både at tage højde for de bløde og de hårde værdier. Selvom det er de hårde værdier der kræver mest tid, er det lige så vigtigt at have styr på de bløde værdier, således at forudsætningerne for de hårde værdier er bedst mulige. Det kan endvidere konkluderes, at der er meget at overveje, når det kommer til klargøringen af et generationsskifte, hvorfor det kan være fordelagtigt at starte i god tid, således det kan udarbejdes så gunstigt som muligt.

Hvad angår struktureringen af generationsskiftet, er det i projektet konstateret, at dette kan ske ud fra enten skattemæssig succession eller ved almindelig overdragelse, som bl.a. kan omfatte omstrukturering af virksomhed. Det kan konkluderes, at der kan opnås en skattemæssig fordel ved skattemæssig succession i og med, at modtageren blot indtræder i overdragerens skattemæssige stilling, hvorfor skattemæssig succession ofte vil være den mulighed, der ved generationsskifte, sigtes efter at anvende. En begrænsning heraf må dog konstateres at være pengetanksreglen, hvorfor en almindelig overdragelse ved enten fusion, spaltning eller lignende kan blive en nødvendighed.

Det kan endvidere konkluderes, at der findes flere måde at værdiansætte en virksomhed, der står over for et generationsskifte. Ud fra de godkendte modeller, vælges den beregning som tilgodeser generationsskiftet bedst muligt, ud fra hvem der overdrages til og den pris der vil være mest gunstig for de implicerede parter. Det blev i forlængelse heraf gjort klart, at selve værdiansættelsen kan være meget kompleks, da der som sådan ikke findes et entydigt svar på virksomhedens handelsværdi, men derimod flere. Dette alt afhængig af, hvilke forudsætninger der anvendes i beregningerne, samt hvem der er involveret i generationsskiftet, og hvilken situation disse er i. I et generationsskifte til børn, arbejdes der, som udgangspunkt, mod en så lav

værdi som muligt, hvorimod der i et salg til tredjemand ønskes en højere handelsværdi. Forudsætningen for værdiansættelse er dog den samme om der overdrages til børn eller sælges til tredjemand. Det skal nemlig ske til en i markedet accepteret handelsværdi. Ved en overdragelse til børn, kan det være vanskeligt at vurdere, hvorvidt det sker til en accepteret handelsværdi, men så længe der anvendes en af de godkendte værdiansættelsesmetoder, og at overdrager kan argumentere for de valg der er foretaget, og er disse truffet på et rationelt grundlag, så kan den ene værdiansættelse være lige så acceptabel som den anden.

Det kan ligeledes konkluderes, at der også er flere måder at finansiere et generationsskifte på. Igen afhænger disse af, hvilken økonomisk situation modtagerne er i og herunder selvfølgelig størrelsen på værdien af det, der overdrages. Grundet bredden i finansieringsmodellerne, som spænder fra kontant overdragelse, overdragelse ved gavefinansiering eller stiftelse af gældsbrev, kan finansieringen af generationsskiftet struktureres som det passer de implicerede parter bedst. Det kunne under gennemgangen af finansieringsmulighederne endvidere konkluderes, at anvendelsen af A/B-modellen er blevet mere kompleks grundet SKAT's nye retningslinjer for tillæggelse af den gevinstmulighed, der tilfalder B-anparterne til B-anparternes handelsværdi, for at undgå den asymmetriske gevinst- og tabsmulighed herpå.

Ud fra de i opgaven givne forudsætninger er der udarbejdet et eksempel på hvorledes et generationsskifte kan foretages i praksis. Her handlede det om HA og hans ønske om at overdrage en del af hans anparter i hans livs stykke, Case ApS. HA ønskede at overdrage 90% af anparterne, således at hans tre børn fik 30% hver. Det blev undersøgt hvorvidt generationsskifte kunne foretages med skattemæssig succession, hvilket var tilfældet. HA' ønskede dog, at vide mere om alternativerne hertil, for at sikre at generationsskiftet blev foretaget bedst muligt for alle parter. Alternativt blev det derfor forsøgt at anvende A/B-modellen. Forsøget med anvendelse af A/B-modellen bekræftede kompleksiteten i de nye retningslinjer herfor. Beregningen af gevinstmuligheden på B-anparterne viste tydeligt, hvorledes anvendelse af optionsteorien, herunder Black-Scholes og Binomialmodellen, ikke er retvisende når det drejer sig om unoterede anparter. Endvidere gjorde eksemplet det tydeligt at fordelingen ved at anvende A/B-modellen - som i bund og grund er, at B-anparterne kan overdrages til en favorabel pris grundet den forlods udbytteret på A-anparter -, forsvandt ved tillæggelsen af gevinstmuligheden til B-anparternes værdi. Dette fordi, at B-anparterne alligevel herefter ville udgøre en værdi tæt på den fulde handelsværdi. Fremtidsudsigterne for A/B-modellen vurderes ud fra praksisændringerne

at være usikre. Anvendelsen af modellen i praksis, må konkluderes at være blevet mere kompleks, hvorfor det vurderes at anvendelsen heraf vil blive mindre.

Det blev derfor vurderet, at det for HA og hans børn ville være mere gunstigt, at gå en anden vej i struktureringen af generationsskiftet. Det valgtes derfor, at HA skulle foretage en skattefri aktieombytning af hans anparter i HA Holdning ApS ind i et nyt selskab, hvor der efterfølgende skulle foretages ophørsspaltning. Ophørsspaltningen medførte, en opdeling af anparterne i 4 selskaber, hvoraf de tre, som efterfølgende skulle overdrages til HA's børn, med skattemæssig succession, hvilket for alle blev vurderet mest gunstigt.

Det blev, ved udarbejdelse af eksemplet, vurderet, at anvendelsen af TSS-cirkulære 2000-9 og 2000-10 til værdiansættelse af kapitalandele og goodwill, under de konkrete forhold, var den mest hensigtsmæssige værdiansættelsesmetode.

For at undgå, at HA og hans børn fremtidige andel i virksomhedens værditilvækst skulle gå til betaling af arveafgift, blev det i situationen vurderet mest gunstigt at anvende en kombination af gældsbrief og gave til finansiering af generationsskiftet, hvor gaven kun lige skulle udløse gaveafgift således at denne udløste en vurdering af selskabets værdiansættelse og dermed en accept fra SKAT herpå. Det blev dog tydeliggjort, at der var en likviditetsmæssige gevinst i at lade HA betale arveafgiften ved en fuld gavefinansiering.

Det kunne igen, ud fra eksemplet i projektet, konkluderes, at der er mange muligheder for udarbejdelse af et generationsskifte. Det kræver et langt forarbejde, og en vurdering af alle muligheder, for at finde den løsning, der passer bedst - både økonomisk og personligt. Det afhænger i den grad af, den situation selskabet og de implicerede parter befinder sig i, samt de ønsker både modtager og overdrager har til skiftet. Det er altså ikke nødvendigvis den billigste løsning der er den bedste, men den løsning der giver alle den ro i maven, der er behov for som både overdrager og modtager af et livstykke.

13 Bibliografi

- Advodan. (2017). Hentet fra Generationsskifte - forbered din virksomhed:
<https://www.advodan.dk/da/erhverv/min-virksomhed/nye-virksomhedsforhold/kob-salg-og-virksomhedsoverdragelse/generationsskifte/>
- Advokatgruppen. (u.d.). Hentet fra Spaltning af selskab:
<https://advokatgruppen.dk/erhverv/selskabsret-og-virksomhedsform/spaltning-af-selskab/>
- Bachmann, C. (14. september 2021). *Bachmann & Partners Advokatpartnerselskab*. Hentet fra Generationsskifte - Sidste chance inden ny praksis for A/B-modeller træder i kraft (Gevinstmulighed): <https://www.bachmann-partners.dk/generationsskifte-sidste-chance-inden-ny-praksis-for-a-b-modeller-traeder-i-kraft-gevinstmulighed/>
- BDO. (17. december 2014). Hentet fra Generationsskifte - hjælp til de svære overvejelser:
http://www.match-online.dk/vidensbank/a5_bdo_generationsskifte_web.pdf
- BDO. (16. december 2015). Hentet fra BDO Depechen - Hvornår skal der betales gaveafgift :
https://www.bdo.dk/da-dk/nyheder/depechen-nyt-om-skat-og-moms/hvornaar-skal-der-betales-gaveafgift?fbclid=IwAR0nak6Z7g1FyTNme2AA1W_FQgl96U25aDzTqsVZ9XntT2TlxKsDFzhID44
- BDO. (3. april 2019). Hentet fra Depechen-artikel: Skattefri spaltning af selskaber er nyttigt ved generationsskifter: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2019/skattefri-spaltning-af-selskaber-er-nyttigt-ved-generationsskifter>
- BDO. (21. april 2022). *Børsen*. Hentet fra BDO: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2019/skattefri-spaltning-af-selskaber-er-nyttigt-ved-generationsskifter>
- Chen, J. (28. December 2020). Hentet fra Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/b/binomionaloptionpricing.asp>
- Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr 44 af 28/03/2000 (Skatteministeriet 28. Marts 2000).
- Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter, CIR nr 45 af 28/03/2000 (Skatteministeriet 28. Marts 2000).
- Danske Love. (u.d.). Hentet fra Fusionsskatteloven § 8: <https://danskelove.dk/fusionsskatteloven/8>
- Danske Love. (u.d.). *Danske Love*. Hentet fra Aktieavancebeskatningsloven §36:
<https://danskelove.dk/aktieavancebeskatningsloven/36>
- Darmer, P., Jordansen, B., Madsen, J. A., & Thomsen, J. (2010). I *Paradigmer i praksis* (s. 163-169). København: Handelshøjskolens Forlag.
- Deloitte. (2010). Hentet fra Ejer- og generationsskifte af virksomhed:
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/tax/Generationsskiftebog.pdf>
- Deloitte. (2019). Hentet fra Generationsskifte i virksomhed med skattemæssig succession:
<https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/tax/richardt/generationsskifte-i-virksomhed-med-skattemaessig-succession.html>

- Elkjær, M. E. (11. september 2019). *Landbrug og Fødevarer*. Hentet fra Forhøjet generationsskifteskat koster landbruget dyrt: <https://lf.dk/for-medlemmer/p-nyhedsbrev/2019/37/forhoejet-generationsskifteskat-koster-landbruget-dyrt>
- ErhvervsNyhederne. (17. marts 2015). Hentet fra Generationsskifte af holdingselskaber og pengetankreglen: <https://www.erhvervsnyhederne.dk/generationsskifte-af-holdingselskaber-og-pengetankreglen/>
- ErhvervsNyhederne. (7. maj 2015). Hentet fra Fusion af to eller flere selskaber – Også ved generationsskifte: <https://www.erhvervsnyhederne.dk/fusion-af-to-eller-flere-selskaber-ogsaa-ved-generationsskifte/>
- ErhvervsNyhederne. (19. februar 2016). *ErhvervsNyhederne*. Hentet fra Derfor bør et generationsskifte planlægges i god tid: <https://www.erhvervsnyhederne.dk/derfor-boer-et-generationsskifte-planlaegges-i-god-tid/>
- Godik ApS. (2021). *Årsrapport for 2020*. Brovst: Godik ApS.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2019). *Finance for executives managing for value creation*. Hampshire: Cengage Learning EMEA.
- Hayes, A. (2. September 2021). Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/b/blackscholes.asp>
- Hviid Advokater. (u.d.). Hentet fra Oprettelse/stiftelse af holdingselskab: <https://hviidadvokater.dk/stiftelse-af-holdingselskab/>
- Industriens Fond. (25. november 2021). Hentet fra Center for Ejerledede Virksomheder: https://www.bdo.dk/da-dk/nyheder/depechen-nyt-om-skat-og-moms/hvornaar-skal-der-betales-gaveafgift?fbclid=IwAR0nak6Z7g1FyTNme2AA1W_FQgl96U25aDzTqsVZ9XntT2TlxKsDFzhID44
- Invested. (9. April 2014). Hentet fra Invested: <https://www.invested.dk/encyclopedia/volatilitet>
- Ivækst. (20. maj 2020). Hentet fra Generationsskifte - overblik over processen.
- Keystones. (Set: 07. Set: April Set: 2022). *Hvordan værdiansætter man et startup? Forstå de basale principper og metoder*. Hentet fra www.startupinvestor.dk: <https://www.startupinvestor.dk/2020/02/18/hvordan-vaerdiansaetter-man-et-startup-forstaa-de-basale-principper-og-metoder/>
- Legal desk. (24. November 2021). *Værdiansættelse af virksomhed*. Hentet fra www.legaldesk.dk: <https://www.legaldesk.dk/artikler/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>
- Magnimetrics. (24. April 2022). Hentet fra Magnimetrics: https://magnimetrics-com.translate.google/understanding-the-binomial-option-pricing-model/?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=da&_x_tr_hl=da&_x_tr_pto=sc
- Nordnet. (Set: 13. Set: Februar Set: 2022). *Hvad er et P/B-tal?* Hentet fra www.nordnet.dk: <https://www.nordnet.dk/blog/boersskolen/aktier/hvad-er-et-p-b-tal/>
- Olesen, B. S. (2020). *Generationsskifte og omstrukturering - det skatteretlige grundlag*. København: Djøf Forlag.

- pwc. (Set: 08. Set: April Set: 2022). *Satser og beløbsgrænser: Skatteprocenter*. Hentet fra [www.pwc.dk: https://www.pwc.dk/da/services/skat/satser-beloebsgraenser/erhverv/skatteprocenter.html](https://www.pwc.dk/da/services/skat/satser-beloebsgraenser/erhverv/skatteprocenter.html)
- Revisionsfirmaet Peder Holt. (28. maj 2021). Hentet fra Generationsskifte: <https://www.pederholt.dk/generationsskifte.php>
- Revisorfirmaet Ødegård ApS. (u.d.). Hentet fra Revisor spaltning af kapitalselskab: <https://osrr.dk/omstrukturering/spaltning>
- Rådgivningsudvalget. (December 2002). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele*. Hentet fra [https://docplayer.dk/: https://docplayer.dk/19573048-Fagligt-notat-om-den-statsautoriserede-revisors-arbejde-i-forbindelse-med-vaerdiansaettelse-af-virksomheder-og-virksomhedsandele.html](https://docplayer.dk/19573048-Fagligt-notat-om-den-statsautoriserede-revisors-arbejde-i-forbindelse-med-vaerdiansaettelse-af-virksomheder-og-virksomhedsandele.html)
- Seehausen, J. (6. august 2018). *Linked In*. Hentet fra Er der altid krav om vederlag i forbindelse med en fusion eller spaltning?: <https://www.linkedin.com/pulse/er-der-altid-krav-om-vederlag-i-forbindelse-med-en-fusion-seehausen/?originalSubdomain=dk>
- Selskabsadvokaterne. (u.d.). Hentet fra Grenspaltning: <https://www.selskabsadvokaterne.dk/artikler/erhvervs-og-selskabsret/grenspaltning/>
- Selskabsadvokaterne. (24. April 2022). Hentet fra Selskabsadvokaterne - Ordbog, Earn-out: <https://www.selskabsadvokaterne.dk/ordbog/earn-out/>
- SKAT. (1. Januar 2019). Hentet fra 4.1.2.2. Risikofri rente: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218>
- SKAT. (31. Januar 2022). Hentet fra C.B.2.1.4.8.1 - Værdiansættelse af aktieklasser i A/B-modeller: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2298747>
- SKAT. (31. Januar 2022). Hentet fra C.A.5.17.2.4 Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1949889>
- SKAT. (31. januar 2022). Hentet fra C.D.7.2.1 Hovedregler vedrørende spaltning: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1945243>
- SKAT. (31. januar 2022). Hentet fra C.D.7.2.1 Hovedregler vedrørende spaltning: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1945243>
- SKAT. (31. januar 2022). Hentet fra C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1946385>
- SKAT. (31. Januar 2022). *C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession*. Hentet fra <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1946385>
- SKAT. (31. januar 2022). *C.D.11.1.3 Hvad er omfattet af armslængdeprincippet i LL § 2*. Hentet fra <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049959>
- Skatteministeriet. (1999). Hentet fra Generationsskifte - indledende overvejelser: <https://www.skm.dk/aktuelt/publikationer/rapporter/generationsskiftet-i-erhvervslivet-betaenkning-nr-1374-august-1999/kapitel-2-generationsskifte-indledende-overvejelser/>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). *4.1 DCF-modellen*. Hentet fra [skat.dk: https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301](https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301)

- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.2. *EVA-modellen*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813239>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1. *Indtjeningsmultiple*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813241&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1.1. *P/E (Price/Earnings)*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813242&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1.2. *EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)*. Hentet fra skat.dk: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813245&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1.3. *EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax Depreciations and Amortisations)*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813243&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1.4. *EV/SALES (Enterprise Value / Sales)*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813246&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.3.1.5. *EV/NOPAT (Enterprise Value / Net Operating Profit less Adjusted Taxes)*. Hentet fra skat.dk: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813247&chk=216301>
- Skattestyrelsen. (21. Januar 2019). 4.4. *Relief from Royalty-metoden*. Hentet fra skat.dk:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813256&chk=216301>
- SKM2014.261.SR, 13-0193822 (Skatterådet 25. Marts 2014).
- SKM2016.219.SR - A/B-model - for lav årlig opskrivning af den forlods udbytteret, 15-0217657 (Skatterådet 26. April 2016).
- SKM2019.371.SR - Overdragelse af anparter ved en A/B-model med gevinstmulighed til børn - Praksisændring, 16-183562 (Skatterådet 25. Juni 2019).
- SKM2019.390.SR Tegningsretter til aktier - Black Scholes, 19-0460820 (Skatterådet 25. Juni 2019).

Love

- Aktiebeskatningsloven - <https://danskelove.dk/aktieavancebeskatningsloven/1>
- Boafgiftsloven - <https://danskelove.dk/boafgiftsloven>
- Fusionsskatteloven - <https://danskelove.dk/fusionsskatteloven>
- Kildeskatteloven - <https://danskelove.dk/kildeskatteloven>
- Ligningsloven - <https://danskelove.dk/ligningsloven>
- Personskatteloven - <https://danskelove.dk/personskatteloven>
- Selskabsloven - <https://danskelove.dk/selskabsloven>
- Statsskatteloven - <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/1922/149>
- Årsregnskabsloven - <https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven>

14 Bilag 1

Regnskabstal for Case ApS			
Resultatopgørelse	2020	2019	2018
	DKK	DKK	DKK
Bruttofortjeneste	100.067.227	80.051.403	96.424.081
Personaleomkostninger	- 12.906.882	- 13.377.038	17.824.088
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	- 42.532.380	- 40.135.244	37.127.951
Andre driftsomkostninger	690.985	144.178	25.186
Resultat før finansielleposter	43.936.980	26.394.943	41.446.856
Finansielle indtægter	783.706	571.382	765.286
Finansielle omkostninger	8.821.450	9.313.455	9.937.386
Resultat før skat	35.899.236	17.652.870	32.274.756
Skat af årets resultat	7.927.710	3.705.491	7.142.632
Årets resultat	27.971.526	13.947.379	25.132.124
Aktiver			
Erhvervede licenser	-	156.686	-
Immaterielle anlægsaktiver		156.686	
Grunde og bygninger	85.000.000	86.869.821	87.086.709
Produktionsanlæg og maskiner	338.631.359	363.022.610	370.226.834
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	27.682.909	24.898.561	22.657.275
Materielle anlægsaktiver under udførelse	19.545.784	1.869.310	4.375.184
Forudbetaling for materielle anlægsaktiver	2.695.276	-	-
Materielle anlægsaktiver	473.555.328	476.660.302	484.346.002
Tilgodehavender i tilknyttede virksomheder	24.308.684	15.385.351	14.117.083
Deposita	10.000	-	-
Finansielle anlægsaktiver	24.318.684	15.385.351	14.117.083
Anlægsaktiver	497.874.012	492.202.339	498.463.085
Varebeholdninger	2.055.078	2.785.392	2.283.674
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	29.205.579	8.122.836	8.787.040
Andre tilgodehavender	1.531.565	973.635	83.555
Periodeafgrænsningsposter	569.781	-	-
Tilgodehavender	31.306.925	9.096.471	8.870.595
Likvide beholdninger	763.985	336.941	2.183.044
Omsætningsaktiver	34.125.988	12.218.804	13.337.313
Aktiver i alt	532.000.000	504.421.143	511.800.398
Passiver			
Selskabskapital	762.200	762.200	762.200
Overført resultat	188.892.231	160.920.705	146.973.326
Egenkapital	190.146.153	161.682.905	147.735.526
Hensættelse til udskudt skat	35.609.709	30.844.095	27.138.604
Andre hensættelser	5.033.028	-	-
Hensatte forpligtelser	40.642.737	30.844.095	27.138.604
Gæld til realkreditinstitutter	17.734.361	19.992.898	22.005.707
Kreditinstitutter	3.923.697	5.311.786	6.642.671
Leasingforpligtelser	159.808.455	177.973.979	221.395.322
Langfristede gældsforpligtelser	181.466.513	203.278.663	250.043.700
Gæld til realkreditinstitutter	2.053.030	2.012.809	2.012.809
Kreditinstitutter	37.598.820	32.295.332	1.279.761
Leasingforpligtelser	47.399.771	57.159.979	64.712.200
Modtagne forudbetalinger fra kunder	5.963.283	3.112.439	2.286.476
Leverandører af varer og tjenesteydelser	12.528.646	6.171.354	8.851.549
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	2.670.030	3.778.604	3.760.230
Gæld til tilknyttede virksomheder vedr. selskabsskat	3.162.096	-	879.155
Anden gæld	8.368.921	4.084.963	3.100.388
Kortfristede gældsforpligtelser	119.744.597	108.615.480	86.882.568
Gældsforpligtelser	301.211.110	311.894.143	336.926.268
Passiver i alt	532.000.000	504.421.143	511.800.398

Figur 21 – Resultatopgørelse samt balanceposter for perioden 2018 til og med 2020 på Case ApS. (Godik ApS, 2021)¹¹¹¹ Regnskabstal vil ikke alle steder være identiske med kilden, da enkelte regnskabsposter er ændret for forståelsens skyld.