

Maj
2023



Værdiansættelse og generationsskifte af en familiejet virksomhed

Afgangsprojekt - HD 2. del, Regnskab & Økonomistyring

Forfattere

Elisa Lykke Birch - Studenummer 20192665

Morten Færk Christensen - Studenummer 20215879

Vejleder

Peter Nørrevang



Indholdsfortegnelse

1	Summary	3
2	Indledning.....	4
3	Problemformulering.....	5
4	Afgrænsning	6
5	Metode.....	7
5.1	Kildekritik.....	8
6	Forkortelser	8
7	Fusion	9
7.1	Vandret/horizontal fusion.....	10
7.2	Lodret/Vertikal fusion	11
7.3	Omvendt lodret fusion.....	11
7.4	Skattepligtige fusioner	12
7.5	Skattefrie fusioner	13
8	Skattemæssig succession	13
8.1	Personkredsen.....	14
8.1.1	Familiemedlemmer	14
8.1.2	Medarbejdere.....	15
8.1.3	Tredjemand	15
8.2	Skattemæssig succession ved overdragelse i levende live.....	16
8.2.1	Betingelser for benyttelse af succesionsmodellen.....	16
8.3	Skattemæssig succession – Pengetanksreglen.....	17
8.3.1	Indtægtskriteriet	18
8.3.2	Aktivkriteriet.....	18
9	Værdiansættelsen	19
9.1	DCF-modellen (discounted cash flow).....	19
9.2	EVA-modellen.....	25
9.3	Multipler	27
9.4	Værdiansættelse ud fra cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter	31
9.5	Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill.....	32
10	Finansiering af generationsskiftet	38
10.1	Kontant.....	38
10.2	Lån	38
10.3	Gave.....	39
10.4	Earn Out.....	41
11	A/B-model	42

11.1	Optioner	42
11.2	Black-Scholes	43
11.2.1	Vurdering af Black-Scholes-modellen	45
11.3	Binomialmodellen.....	46
11.3.1	Vurdering af binomial-modellen.....	47
12	Generationsskifte i praksis	48
12.1	Er der udfordringer i forhold til generationsskiftet?.....	50
12.2	Hvordan løses udfordringer i forhold til pengetanksreglen.....	50
12.3	Alternative løsninger på generationsskiftet.....	53
12.4	Til hvilken værdi skal overdragelsen ske?	54
12.4.1	De forskellige metoder	54
12.4.2	Værdiansættelse efter DCF-modellen.....	56
12.4.3	Værdiansættelse efter cirkulære om værdiansættelse af kapitalandele og goodwill ..	58
12.4.4	Vurdering af værdiansættelsesmetoder	63
13	Konklusion	64
14	Perspektivering.....	66
15	Litteraturliste.....	68
16	Bilag	71
16.1	Bilag 1 – Resultatopgørelse og balance efter fusion af koncern.....	71

1 Summary

The main target with this thesis is to examine which possibilities a Danish family-owned business has when it comes to completing a generational change in the most optimal way. To answer the problem of this thesis several legal sources as well as other valid articles and books are used for the purpose.

The Danish law contains several restructuring models as a possibility when it comes to a generational change. Which models and how the transfer of shares should be completed is different from company to company and the wishes of the owners can differentiate. The thesis is mainly direction toward the two models, fusion of companies as well as tax-free succession, due to these models being the ones used in our chosen case in the end of the thesis.

As described above, Danish law also accepts several methods used, when it comes to the valuation of the company or companies being transferred. The different methods are explained and two of these are then later used in our chosen case.

As accountants, it is important to reflect on the work done and how it could be optimized. One of the current issues is the taxation of gifts. The taxation in Denmark is relatively high and currently accounts for 15 % of the gift given. In 2019, the taxation of gift was down to 6 % until the new government in 2020 raised the taxes back to 15 %. Since it has been proposed to reduce the tax, it is now highly relevant to inform the company owners, so they can decide whether they want to await or proceed with the generational change.

With the knowledge gained during the thesis a case is used with the challenge of completing the generational change as wished, which is tried to resolve to meet the company owner's request within the applicable Danish legislation and how a company with this structure can be valued.

2 Indledning

Som en konsekvens af Corona epidemien og der i den forbindelse opsatte restriktioner fik mange virksomheder problemer, og de danske virksomheder var ingen undtagelsen. På trods af hjælpepakker samt diverse lånemuligheder begynder man nu at se at antallet af konkurser samt virksomheder, der drejer nøglen om er stigende. *(Thorning, C. (2022, 5. december). De havde allerede økonomiske problemer, de fik hjælp under coronakrisen – nu går flere konkurs. Finansdanmark.dk.)*

En analyse udarbejdet af PWC kaldet *PWC Family Business Survey 2021* viser midlertidig, at de danske familieejede virksomheder har klaret sig bedre igennem krisen sammenlignet med andre globale familieejede virksomheder. *(PWC. (2021, 6. april). Danske familieejede virksomheder klarer sig bedre gennem pandemien end de globale.)*

Verdenskendte brands, som LEGO, Bestseller og JYSK er blandt de store familieejede virksomheder i Danmark, der har indtaget det globale marked, som nogle af de store spillere. For familieejede virksomheder er der som oftest tale om et selskab, med en længere historie bag, som ikke blot kan bruges i markedsføringen, som specielt ses ved LEGO, men den historie der ligger bag har som oftest den største betydning for familien bag de store brands. Den arv og livsværk, som nogle formår at oparbejde ønskes at blive i familien igennem flere generationer, så historien blot bygges videre og selskabets vækstes yderligere.

Ovenstående taler for mange af de helt store brands, men i det store hele, er det samme gældende for de lidt mindre familieejede virksomheder. Her kan der være tale om større koncerner med milliardomsætning eller taler om den lokale tømrermester. Ønsket er fælles at videreføre virksomheden i familiens hænder.

Ønsket om at videreføre virksomheden kan ofte være en længerevarende proces, da der er mange ting at tage stilling til. Hvem skal overtage, hvornår skal der overtages, til hvilken pris og hvordan skal processen forløbe? Hvilke love er gældende på området og hvordan gøres dette på den mest optimale måde.

Her er det, at revisoren oftest kommer ind og bliver en stor del af rådgivningen i hvordan arven i form af virksomheden videreføres eller med andre ord, hvordan generationsskiftet kan gennemføres.

3 Problemformulering

På baggrund af ovenstående er generationsskifte et uundgåeligt emne i revisionsbranchen. Generationsskifte er et vigtigt samt komplekst emne, at rådgive indenfor og ikke blot noget der udføres. Der kan være tale om et længere forløb, hvor man i dialog med kunden tidligt i processen skal planlægge, hvordan generationsskiftet skal forløbe, så det falder bedst ud for alle involverede parter. Vi ønsker derfor i vores afhandling af afdække generationsskiftet ud fra følgende problemformulering.

”Hvordan kan et generationsskifte succesfuldt gennemføres, så det er optimalt for alle involverede parter”

For at besvare ovenstående problemstilling ønskes det at besvare følgende underspørgsmål, da disse skal være med til at danne grundlaget for at belyse eventuelle muligheder og udfordringer, samt hvordan disse kan udnyttes eller løses.

- Hvilke overvejelser skal der gøres, når man starter forløbet op imod et generationsskifte.
- Hvilke omstrukturingsmuligheder kan anvendes og hvilke fordele og ulemper er der ved de forskellige omstrukturingsmodeller.
- Hvordan værdiansættes en virksomhed, hvilke modeller findes der og hvordan kan et generationsskifte i praksis gennemføres optimalt for at imødekomme kundens ønske.

4 Afgrænsning

Afgangsprojektet vil blive afgrænset til et generationsskifte ved overdragelse af aktier mellem hovedaktionær og dennes børn.

Opgaven vil fokusere på et generationsskifte, hvor aktiviteterne i selskabet vil fortsætte efter overdragelsen. Det primære fokus vil være på overdragelsen mellem forældre og børn og dermed ikke til tredje part.

Generationsskifte vil blive foretaget i levende live, da der ved dødsfald er andre aspekter af lovgivningen der skal fokuseres på. Planlægningsdelen fylder naturligvis også mere ved overdragelse i levende live end ved et dødsfald.

I denne opgave vil der blive fokuseret på unoterede selskaber. Der afgrænses således fra personlige virksomheder og aktieselskaber.

Der afgrænses til skattepligtige enheder i Danmark, for at holde fokus på den danske lovgivning og de danske forhold. Der afgrænses således fra udenlandsk lovgivning. Derudover er det kun den aktuelle danske lovgivning der vil blive anvendt.

Der vil ikke blive taget stilling til moms og afgifter i opgaven, da det ikke er det der er fokusområdet for opgaven.

I forhold til værdiansættelsen, vil der blive taget udgangspunkt i følgende to kapitalværdibaserede modeller DCF-modellen og EVA-modellen, da de er de mest anvendte modeller og de af skat anses som at være teoretisk korrekte (*Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2019, 21. januar). Skat.*).

Derudover vil der blive brugt indtjeningsmultipler til brug for værdiansættelsen. Dermed ses der bort fra balancemultipler og salgsmultipler. Da der i praksis oftest bliver benyttet indtjeningsmultipler (Ekstern regnskab, Jan Dich Mortensen, EVA-modellen side 178).

Udover ovenstående metoder vil der blive gjort brug af cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter.

5 Metode

Til besvarelse af ovenstående problemformulering anvendes den juridiske metode eller med andre ord udarbejdes afhandlingen med en rets dogmatisk metode, hvor gældende ret beskrives, fortolkes og systematiseres. Jævnfør afgrænsningen tages der udgangspunkt i den danske gældende lovgivning, der foreligger indenfor generationsskifte. Det er denne lovgivning der igennem afhandlingen vil blive beskrevet samt efterfølgende analyseret og vurderet på baggrund af.

Der gives i afhandlingen en teoretisk gennemgang af, hvilke muligheder selskaber generelt har for at gennemføre et generationsskifte, samt hvilke modeller, der kan tages udgangspunkt i, i forbindelse med en værdiansættelse af et selskab. Der tages herefter udgangspunkt i en anonymiseret koncernstruktur, hvor der med udgangspunkt i den teoretiske gennemgang af den gældende lovgivning foretages en vurdering af, hvordan generationsskiftet i praksis kan foretages, samt hvilke overvejelser der ligger til grund for overdragelsessummen.

Vores afhandling sker med en ret positivistisk tilgang, så der tages udgangspunkt i det den gældende danske lovgivning foreskriver, men subjektive holdninger til, hvorvidt denne lovgivning er passende eller ej udelades.

Til besvarelsen benyttes der i informationssøgningen både primære og sekundære kilder. Af primære kilder er eksempelvis SKAT, Cirkulærer samt den juridiske vejledning benyttet. Sekundære kilder i form af modeller, lærebøger, internetkilder samt relevante fagpersoner inddraget. Relevante fagpersoner interviewes for at forstå og få et indblik i hvordan den praktiske tilgang til problemstillinger i forbindelse generationsskiftet set i forhold til det, den danske lovgivning giver mulighed for.

De benyttede informationskilder vurderes for at have en høj validitet. Til brug for den teoretiske gennemgang er gældende lovtekster og retsafgørelser inddraget og da disse ligger indenfor faste rammer anses kilderne for værende troværdige at bygge afhandlingens teori på.

Empirien benyttet i afhandlingen er hovedsagelige tolket med en kvalitativ tilgang, da der er tale om at opnå en forståelse og fortolkning af information fundet i informationssøgningen.

Udover internetsider, retskilder, bøger mv. er der også lavet kvalitativ metode i form af et interview, med skatterådgiver Asger Lehmann, der har assisteret med information og erfaring

inden for generationsskifteområdet. Han har igennem mange års praktisk erfaring, kunne lære os om den praktiske tilgang til opgaven, hvor han har gjort opmærksom på diverse problemstillinger, faldgrupper og muligheder indenfor et generationsskifte.

5.1 Kildekritik

Som grundlag for at kunne udarbejde dette projekt vil der blive benyttet kilder i form af artikler, lære- og fagbøger, faglitteratur, lovttekster, cirkulærer, interview og lignende kilder.

Alle kilderne der er medtaget til brug for udarbejdelsen af projektet, er vurderet troværdige. Der er kun medtaget kilder fra offentlige skrifter eller fra kilder hvor fagligheden vurderes at være af højeste kvalitet.

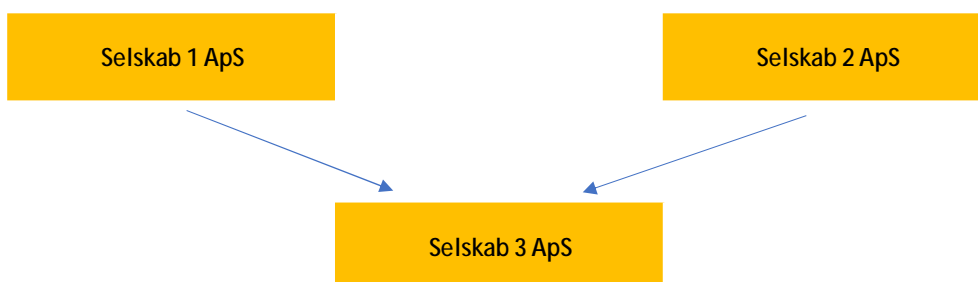
Et af fokuspunkterne i forbindelse med kildekritikken i denne opgave er at sikre at relevant lovgivning stadig er gældende på tidspunktet for aflæggelsen af projektet. Det har medført at der er blevet prioriteret at bruge tid på at udvælge valide kilder.

6 Forkortelser

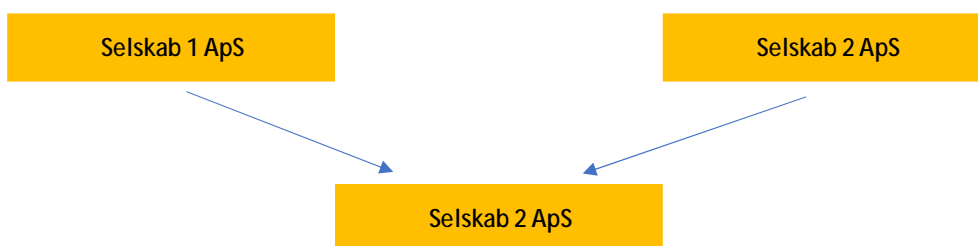
ABL	Aktieavancebeskatningsloven
BAL	Boafgiftsloven
FUSL	Fusionsskatteloven
KGL	Kursgevinstloven
KSL	Kildeskatteloven
LL	Ligningsloven
LR	Ligningsrådet
SEL	Selskabsskatteloven
SR	Skatterådet
VSL	Virksomhedsskatteloven
CIR	Cirkulære

7 Fusion

En fusion af selskaber betyder i korte træk, at man samler to eller flere juridiske enheder eks. anpartsselskaber i ét selskab. Her skelner man mellem en “egentlig fusion”, hvor der i forbindelse med fusionen dannes et helt ny selskab og en “uegentlig fusion”. Ved en “uegentlig fusion” fortsætter der erhvervende selskab, mens det overdragende selskab ophører. Ovenstående er illustreret nedenfor:



Figur 1 – Egentlig fusion. Egen tilskrivning



Figur 2 – Uegentlig fusion. Egen tilskrivning

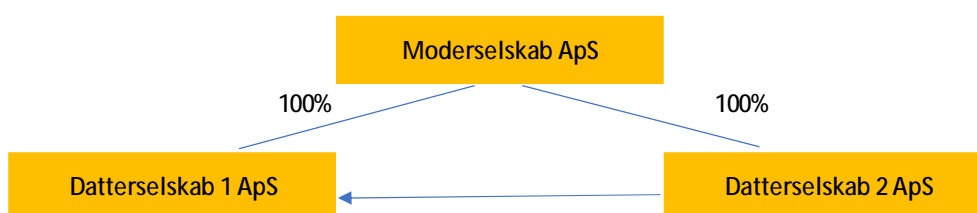
En fusion anses som oftest værende en køb- og eller salgssituation og ved en fusion kan man frit vælge om man ønsker at benytte sig af sammenlægningsmetoden eller overtagelsesmetoden.

Der kan være forskellige forudsætningen for, hvorfor man vælger at omstrukturere selskabsstrukturen ved at fusionere. Man ser eksempelvis to tidligere konkurrenter, der fusionerer for at optimere deres markedsposition, men forudsætninger som at forenkle ejerstrukturen eller at optimere den nuværende selskabsstruktur med tanke på at forberede til et generationsskifte er også noget, man ofte ser, hvilket også er årsagen til, at koncernen omtalt i opgaven foretager en fusion mellem de to søsterselskaber, Spille Holding ApS og Chokolade Holding ApS. (*Fusion og spaltning af virksomheder og selskaber. (s.d.). bdo.dk*)

Der er flere muligheder for at fusionere selskaber, de forskellige muligheder for fusion er beskrevet nedenfor.

7.1 Vandret/horisontal fusion

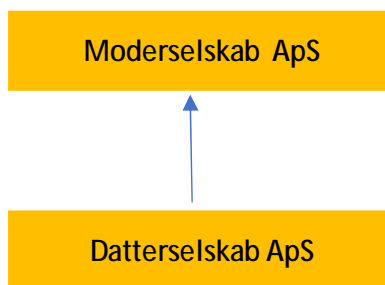
Ved en vandret fusion sammensmeltes to eller flere selskaber, som illustreret nedenfor. I nedenstående tilfælde indskyder datterselskab 2 A/S samtlige af selskabets balanceposter ind i det modtagende selskab, datterselskab 1 A/S. Ud fra illustrationen vil datterselskab 2 A/S dermed ophøre, dette er en illustration af en uegentlig fusion, men den horisontale fusion kunne også være sket ved en egentlig fusion, hvis både Datterselskab 1 og Datterselskab 2 havde overført deres balanceposter til et nystiftet selskab, Datterselskab 3. (*Selskabs- fonds- og foreningsbeskatning – Karnov Group, FSR og SRF. Side 705*)



Figur 3 – Vandret/Horisontal fusion. Egen tilskrivning

7.2 Lodret/Vertikal fusion

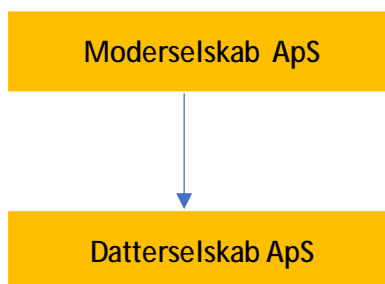
Ved en vertikal fusion vil datterselskabet indskyde samtlige af selskabets aktiver og passiver op i det overliggende moderselskab, som illustreret nedenfor. Også her er der tale om en uegentlig fusion. (*Selskabs- fonds- og foreningsbeskatning – Karnov Group, FSR og SRF. Side 706*)



Figur 4 – Lodret/Vertikal fusion. Egen tilskrivning

7.3 Omvendt lodret fusion

I modsætning til den vertikale fusion, så vil det ved en omvendt vertikal fusion være moderselskabet, der indskyder samtlige af sine aktiver og passiver ned i det underliggende datterselskab. (*Selskabs- fonds- og foreningsbeskatning – Karnov Group, FSR og SRF. Side 706*)



Figur 5 –Omvendt lodret fusion. Egen tilskrivning

7.4 Skattepligtige fusioner

Når et selskab i forbindelse med en skattepligtig fusion, så ligestilles fusionen rent skatteretligt med en likvidation og er ikke omfattet af fusionskattelovens regler. Og det overdragende selskab vil efter SEL §5 blive likvidationsbeskattet.

Ifølge SEL §8 A stk. 1, så vil den skattepligtige fusion have skattemæssig virkning fra beslutningsdato for samtlige af de omfattede selskaber i fusionen. SEL § 8 A stk. 2 muliggør dog, at den skattemæssige virkning kan se med tilbagevirkende kraft til skæringsdatoen for den åbningsbalance, der er udarbejdet i forbindelse med fusionen for det modtagende selskab.

Dette kræver dog, at denne skæringsdato er i overensstemmelse med skæringsdatoen for det erhvervende selskabs regnskabsår.

Foretager man en skattepligtig fusion, så overdrages aktiver til handelsværdier, det vil sige, at de aftalte handelspriser for de enkelte aktiver vil være det erhvervende selskabs nye anskaffelsessummer og dermed deres nye afskrivningsgrundlag. Dette er naturligvis forudsat, at handelsværdierne er et reelt udtryk for den korrekte markedspris, da der ellers er en mulighed for at blive udfordret herpå af skattestyrelsen.

Har det overdragende selskab ved fusionen underskud til fremførsel, underskud eller øvrige kildeartsbegrænsede tab, så vil disse i forbindelse med fusionen falde bort og det erhvervende selskab vil ikke have mulighed for at udnytte disse underskud eller tab som et fradrag i deres skattemæssige indkomst fremadrettet. (*Den juridiske vejledning 2023: C.D.5.1 Fusioner - skattepligtige.* (2023, 31. januar). skat.dk.)

Aktionæren i det overdragende selskab vil i forbindelse med fusionen blive beskattet af det provenu, der gives for selskabet jf. LL § 16 A stk. 3, som en gevinst eller tab af afståelse af aktier. Modtages der yderligere en kontant udligningssum i forbindelse med fusionen afhænger beskatningen af, hvorvidt der er tale om et selskab eller en fysisk person. Ved selskaber beskattes vederlaget som udbytte ifølge SEL §2 D stk. 4 og fysiske personer beskattes efter KSL § 2 stk. 1 nr. 6.

7.5 Skattefrie fusioner

Fusionsskatteloven er baseret på et successionsprincip, hvilket vil sige, at det erhvervende selskab succederer og med andre ord indtræder ind i det overdragende selskabs skattemæssige stilling jf. FUSL §8 og der vil dermed ikke ske en likvidationsbeskatning for det overdragende selskab. Ved en skattefri fusion indtræder det erhvervende selskab i det overdragende selskabs skattemæssige stilling og overtager dermed de hidtidige anskaffelsessummer, afskrivninger mv.

Formålet med FUSL er at give selskaber muligheden for at fusionerer uden at der udløses en skat på tidspunktet for fusionen, men at skatten bliver latent. Avancebeskatningen sker først, når aktivernes afhændes uden brug af succession. Ovenstående er beskrevet yderligere i afsnit 8.

8 Skattemæssig succession

Når man taler generationsskifte eller generelt omstruktureringer er skattemæssig succession ofte en benyttet model. Formålet med at benytte successionsmodellen ved et generationsskifte er, at man ønsker at udskyde skatten ud i fremtiden fremfor at betale skatten i forbindelse med overdragelsen, som der sker ved almindelige overdragelser. Dette skyldes som oftest, at der kan være tale om store skatter, hvor likviditeten kan blive en udfordring eller at man blot har et ønske om at beholde likviditeten i selskabet til den videre drift og udvikling af et eller flere selskaber.

Ved en skattemæssig succession indtræder (succederer) erhververen af virksomheden i overdragerens skattemæssige position. Man modtager dermed en latent skattebetaling, der først forfalder til betaling på det tidspunkt, hvor man afstår aktierne uden at benytte successionsmodellen. Det er dermed en model, der kan benyttet igennem flere generationer.

8.1 Personkredsen

En af de første overvejelser i generationsskiftet er naturligvis, hvem der skal overdrages til. De fleste tænker måske, familievirksomheder, når man hører ordet generationsskifte. Overdragelse til familiemedlemmer er en mulighed, men generationsskifte dækker også en medarbejder, man ønsker at få ind i virksomheden eller en hel tredjemand. Hvem der skal overdrages til, vil også have en betydning for, hvordan generationsskiftet kommer til at forløbe.

8.1.1 Familiemedlemmer

Den første og oftest mest oplagte mulighed i forbindelse med et generationsskifte er at overdrage til familiemedlemmer, her er der ofte tale om overdragelse til børn. Overdragelse blandt familiemedlemmer er oftest mere kompleks, da der er mange følelser involveret for overdrager samt erhverver. Ejerlederen har drevet virksomheden igennem mange år og har en idé om, hvordan virksomheden skal drives, hvor der nu skal skabes plads til nye kræfter i ledelsen og måske nye måder at lede virksomheden på. Som oftest vil ejerlederen også have en større formue, som kan være et vigtigt parameter for overtager, for at have likviditeten til at vækste virksomheden. Dette er blot nogle af de mange overvejelser i forbindelse med overdragelsen til familiemedlemmer og disse skal køres ind i virksomheden, hvorfor det specielt i forbindelse med overdragelse til familiemedlemmer vil være en fordel at starte processen tidligt.

Når man overdrager til familiemedlemmer, så vil det primære fokus ligge i, at man får overdraget virksomheden til den laveste mulige værdiansættelse, for at erhverver vil kunne finansiere overdragelsen, men også for at minimere beskatningen for overdrager.

8.1.2 Medarbejdere

Når man foretager et generationsskifte, så er det fordi man har et ønske om at overdrage virksomheden, da man ønsker at driften af det man som ejerleder har bygget op, kan fortsætte.

Når den fortsatte drift et mål, så kan man derfor også være nødt til at være realistisk i, hvem der skal sikre dette. Det man oftest ser er, at medarbejdere har engageret sig og lagt et stort arbejde i virksomheden og igennem deres arbejde vist, at de er i stand til at føre virksomheden videre. Det kan derfor være mere optimalt, at det er en medarbejder, der skal overdrages virksomheden til og ikke familiemedlemmerne. Dermed er virksomhedens eksistens det vigtigste parameter i denne overdragelse.

Dette vil også medføre, at man i forbindelse med værdiansættelsen ikke har fokus på at maksimere profitten. Omvendt vil man heller ikke værdiansætte virksomheden for billigt, men finde en værdiansættelse, hvor begge parter er tilfredse.

8.1.3 Tredjemand

Hvis det er tilfældet, at ejerlederen ikke ønsker at overdrage virksomheden til familiemedlemmer eller en medarbejder eller at familien ikke selv har interesse i at overtage virksomheden, så er det også muligt at overdrage virksomheden til en tredjemand.

Tredjemand er uafhængig og ejerleder og tredjemand vil have en fælles interesse i at viderebringe virksomheden, men vil alt andet lige ønske at opnå størst mulig økonomisk gevinst til sig selv. Dette vil derfor have en effekt på værdiansættelsen af virksomheden, da en værdiansættelse alt andet lige vil blive vurderet højere i en overdragelse til tredjemand end hvis det var til et familiemedlem.

Det må derfor vurderes, at det økonomiske aspekt, er det vigtigste parameter i denne overdragelse.

8.2 Skattemæssig succession ved overdragelse i levende live

8.2.1 Betingelser for benyttelse af succesionsmodellen

Det fremgår af kildeskattelovens §33C, at der er en udtømmende liste for, hvem der må benytte sig af reglerne om succession. Det er jf. KSL §33C ”*børn, børnebørn, søskende, søskendes børn og søskendes børnebørn. Adoptivforhold og stedbarnsforhold sidestilles med naturligt slægtskabsforhold*”, der kan succedere. Det skal dog bemærkes, at der i personlige ejede virksomheder er mulighed for at overdrage til en nær medarbejder jf. KSL §33C stk. 12. Det forudsætter dog, at medarbejderen indenfor de seneste 3 år, sammenlagt har haft arbejdstimer svarende til en fuldtidsstilling igennem 3 år. Som nævnt i afgrænsningen vil opgavens fokus være på overdragelse mellem forældre og børn i selskabsform. Det er dog stadig muligt at overdrage virksomheden til en nær medarbejder eller en tredjemand, men her skal andre omstrukturingsmodeller i brug.

For at kunne overdrage med skattemæssig succession er der ifølge ABL §34 stk. 1 en række betingelser, som skal være opfyldt, som er beskrevet nedenfor.

Minimumsgrænsen

For at succedere er det en betingelse, at der i forbindelse med overdragelsen som minimum succederer 1 % af aktie- eller anpartskapitalen. Der kan med andre ord ikke ske en succession af mindre end 1 % af selskabskapitalen. Som oftest vil aktionærer ikke ønske at overtage en kapitalandel på under 1 %, da man oftest ønsker at opnå 10 % af kapitalandelen, da man hermed opnår nogle skattemæssige fordele i og med at man blandt andet modtager udbytte skattefrit samt undgår beskatning i sit holdingselskab, hvis man sælger aktier i det underliggende selskab. (*Den juridiske vejledning 2023: C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession.* (2023, 31. januar). skat.dk)

Investeringselskaber

Aktier og investeringsbeviser, der hører under ABL §19B og §19C, kan ikke overdrages med succession.

Gevinstkravet

Det fremgår af ABL §34 stk. 1, at der i forbindelse med overdragelsen ikke må konstateres et tab, da der kun kan succederes i en gevinst. Står man i en situation, hvor der opgøres et tab, så har overdrager muligheden for at tage et tabsfradrag, ligesom man ville gøre i en salgssituation, hvor erhverver ville være en tredjemand. (*Den juridiske vejledning 2023: C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession.* (2023, 31. januar). skat.dk)

Virksomhedskravet

Virksomhedskravet omtales i det daglige også som pengetanksreglen. Der kan ikke ske en succession af virksomheder, der anses for pengetanke. Selskaber anses for værende pengetanke, hvis deres primære formål er passiv kapitalanbringelse (*Den juridiske vejledning 2023: C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession.* (2023, 31. januar). skat.dk.) Pengetanksreglen vil blive uddybet yderligere i afsnit 8.3.

8.3 Skattemæssig succession – Pengetanksreglen

Som nævnt ovenfor i afsnit 8.2.1, så er det en betingelse for at overdrage en virksomhed med en skattemæssig succession, at den virksomhed, der overdrages, ikke må kunne kategoriseret som værende en pengetank, hvor der primært at tale om passiv kapitalanbringelse jf. ABL §34 stk. 1 nr. 3. Aktiviteter som fast ejendom eller anden finansiel aktivitet som eksempelvis besiddelse af værdipapirer, kontante beholdning og kapitalandele i selskab anses for værende passive kapitalanbringelser. Det skal dog her bemærkes, at kapitalandele i underliggende selskaber ikke medregnes i opgørelsen, hvis selskabet direkte eller indirekte ejer over 25 % af selskabskapitalen, da men i stedet vil indregne det underliggende selskabs indtægter og aktiver forholdsmæssigt set i forhold til ejerandelen. (*Den juridiske vejledning 2023: C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession.* (2023, 31. januar). skat.dk)

Et selskab defineret som en pengetank er ifølge ABL §34 selskaber, hvor mindst 50 % af selskabets indtægter stammer fra passiv kapitalanbringelse eller hvis minimum 50 % af selskabets aktiver består i passiv kapitalanbringelse, dette er medmindre at aktiverne indgår som en del af selskabets aktive drift.

For at vurdere, hvorvidt der er tale om en pengetank skal man opgøre, hvor stor en del af selskabets indtægter og aktiver der kan henføres til henholdsvis selskabets aktive del og passive del. I og med, at der kan være større udsving i både balanceposter og resultatopgørelsen af flere årsager, så skal en gennemsnitsbetragtning bruges, hvor man bedømmer ovenstående ved at foretage et gennemsnit af de 3 sidste år. Er der tale om et selskab, der ikke har eksisteret i minimum 3 år, så bør vurderingen ske på baggrund af den tid, hvor selskabet har eksisteret.

8.3.1 Indtægtskriteriet

Der er som førnævnt tale om en pengetank, hvis 50 % eller mere af selskabets indtægter kommer fra passiv kapitalanbringelse. For at beregne selskabets indtægter vil man i praksis tage udgangspunkt i det aflagte årsregnskab efter årsregnskabsloven, her vil man ikke se på det skattemæssige årsregnskab. Udgør indtægterne fra den passive kapitalanbringelse 50 % eller mere af den samlede nettoomsætning tillagt øvrige indtægter, så er der tale om en pengetank.

8.3.2 Aktivkriteriet

For at vurdere, hvorvidt minimum 50 % af selskabets aktiver er til brug for passiv kapitalanbringelse, så skal der tages udgangspunkt i handelsværdierne. Skulle man i forbindelse med opgørelsen komme frem til, at der i selskabet er oparbejdet en goodwill, så vil denne skulle medregnes i selskabets aktiver. Udgør aktiverne til passiv kapitalanbringelse 50 % eller mere af selskabets samlede aktiver, så er der tale om en pengetank.

Når det skal vurderes, hvorvidt der er tale om et selskab, der kan defineres som en pengetank, så skal blot et af de to ovenstående kriterier være opfyldt.

9 Værdiansættelsen

Når det kommer til værdiansættelsen af virksomheden, er der flere forskellige modeller og metoder man kan benytte for at komme frem til den værdi der skal bruges til overdragelsen.

Der er modeller, der primært forholder sig til historiske tal, mens andre fokuserer mere på den fremtidige indtjening. Det gør at modellerne vil komme frem til forskellige værdiansættelser.

Der kan være forskellige motiver for overdrager og overtager, om de vil have en høj værdiansættelse eller en lav værdiansættelse. For at udligne forskellene på den højeste og den laveste værdiansættelse, kan man anvende flere forskellige metoder til at udregne værdiansættelsen. Hvis man laver 3 forskellige værdiansættelser, vil man så som udgangspunkt have et godt grundlag for at kunne vurdere hvor værdien er mest retvisende. Det vil typisk være den værdi der ligger imellem de to yderste værdiansættelser.

Nedenfor vil der blive beskrevet og illustreret hvordan kapitalværdibaserede modeller som DCF-modellen og EVA-modellen fungerer. Derudover vil de relative værdiansættelsesmetoder (multipel værdiansættelse) blive gennemgået. Til sidste vil det blive beskrevet, hvordan værdiansættelsen bliver, hvis man følger et cirkulære.

9.1 DCF-modellen (discounted cash flow)

DCF-modellen er den mest anvendte model til værdiansættelse (*DCF-modellen. (2019, 21. januar)*). Modellen er en af de mest anerkendte metoder til værdiansættelse. Blandt andet benytter skattestyrelsen sig primært af DCF-modellen og EVA-modellen. Det skyldes blandt andet at de anses som værende teoretisk korrekte. Skat anser i et vist omfang andre kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, som udspringere fra DCF-modellen. Selvom de vurderer flere andre modeller som udspringere af DCF-modellen, så anser de ikke, de andre kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller som irrelevante (*Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2019, 21. januar). Skat.*).

DCF-modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af en virksomhed opgøres som en tilbagediskonteret værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme.

DCF-modellen beregner dagsværdien ved at kapitalværdien beregnes ved tilbagediskontering af det der forventes at tilkomme af cash flow, i fremtiden.

Beregning ud fra en DCF-model.

DCF-værdien kan beregnes ved hjælp af følgende formel, hvis det er en simpel case, hvor der

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

vil være en konstant vækstrate.

EV = Estimeret værdi

FCF = Frit Cash Flow

WACC = Vejede gennemsnits kapitalomkostninger

DCF-værdien bliver højere, desto højere vækstraten er. Grunden til at værdien stiger ved en stigende vækstrate er at der så vil forventes at tilfalde virksomheden mere værdi i fremtiden.

Værdien falder derimod, hvis afkastkravet stiger, da det vil betyde at der er en større risiko og dermed usikkerhed ved indregningen af cash flowet og vækstraten.

Da det er sjældent cash flowet har en konstant vækstrate, vil der oftest skulle benyttes en mere avanceret metode til at beregne DCF-værdien ud. Værdiansættelsesformlen er:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

g = Konstant vækst i FCF i terminalperioden

n = Antal af år med (lav/høj) vækst i budgetperioden

DCF-modellen. Kilde: Skat

For at overskueliggøre DCF-modellen vil der i de følgende afsnit blive foretaget beregninger og illustreret, hvordan man anvender DCF-modellen. DCF-modellen er delt op i følgende trin:

1. Bestemmelse af cash flow i budgetperioden
2. Tilbagediskontering af cash flow
3. Bestemmelse af terminalværdi
4. Tilbagediskontering af terminalværdi
5. Beregning af virksomhedens værdi

Trin 1 – Bestemmelse af cash flow i budgetperioden

Første step på vejen til at beregne markedsværdien, er at man skal beregne det forventede cash flow. For at beregne det forventede frie cash flow, skal der udarbejdes et budget. Her er det vigtigt, at der laves et så præcist budget som muligt, idet modellen er følsom overfor ændringer i budgettet.

Budgetperiodens længde skal fastsættes så det giver mening for virksomheden. Formålet er at den skal kunne vise et retvisende og stabilt resultat. Typisk vil længden på budgetperioden blive fastsat mellem 5 og 10 år (likviditetsbaseret metode. (s.d.). virksomhedskoer)

Det frie cash flow beregnes på følgende måde:

Free cash flow = EBIT (1 – T_c) + Depreciation expense - □WCR - Net capital expenditure
(Sandgaard, N. (2022). Oversigt over de vigtigste formler HD-dag 1. HDR-E22.)

EBIT = Resultat før skat

T_c = Skatteprocent

Depreciation's expense = afskrivninger

WCR = Arbejdskapital

Net capital expenditure = Nettoinvesteringer

Det frie cash flow	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget
Nettoomsætning	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725
Indtægter i alt	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725
Vareforbrug	31.000	34.000	35.020	36.071	37.153	38.267	39.415	40.598	41.816	43.070	44.362
Personaleomkostninger	17.000	17.000	17.510	18.035	18.576	19.134	19.708	20.299	20.908	21.535	22.181
Salgsomkostninger	750	800	824	849	874	900	927	955	984	1.013	1.044
Lokaleomkostninger	5.500	6.500	6.695	6.896	7.103	7.316	7.535	7.761	7.994	8.234	8.481
Administrationsomkostninger	2.400	2.500	2.575	2.652	2.732	2.814	2.898	2.985	3.075	3.167	3.262
Øvrige kapacitetsomkostning	10	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13
Driftsomkostninger i alt	56.660	60.810	62.634	64.513	66.449	68.442	70.495	72.610	74.789	77.032	79.343
EBIT	6.340	7.190	7.406	7.628	7.857	8.092	8.335	8.585	8.843	9.108	9.381
- investeringer	400	500	500	1.000	350	350	750	1.000	400	500	500
- betalt skat	1.395	1.582	1.629	1.678	1.728	1.780	1.834	1.889	1.945	2.004	2.064
Frit cash flow	4.545	5.108	5.276	4.950	5.778	5.962	5.751	5.696	6.497	6.604	6.817

Figur 6 – Frit cash flow. Egen tilskrivning.

I figur 1 er det frie cash flow beregnet over en 10-årig budgetperiode. Budgettet er beregnet ud fra følgende forudsætning:

- Inflation: 3 %

I beregningen illustreres det at det frie cash flow stiger fra 4.545 t.kr. i år 0 til 6.817 t.kr. i år 10.

Det frie cash flow stiger som følge af det budgetterede tal i år 1 og de forventede vækstprocenter.

I figur 1 tydeliggøres det at DCF-modellen i høj grad er baseret på de forventede tal. Det understøtter vigtigheden i at der bruges mange ressourcer på at beregne budgettet for år 1 og at der foretages en grundig vurdering af renteniveauet for inflation.

Trin 2 – Tilbagediskontering af cash flow

I trin 2 skal værdierne fra trin 1 tilbagediskonteres. For at tilbagediskontere værdierne, skal der anvendes en diskonteringsrente (WACC). Ligesom ved inflationen og væksten i terminalåret i trin 1, er det også her vigtigt at der bruges ressourcer på at beregne en så nøjagtig WACC som muligt, da værdierne er følsomme overfor ændringer i WACC'en. WACC'en fastsættes på baggrund af oplysninger om den specifikke virksomhed og ud fra makroøkonomiske forhold. De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) kan beregnes efter følgende formel:

- $WACC = (\text{Egenkapitalandel} \times \text{Egenkapitalomkostning}) + (\text{Fremmedkapitalandel} \times \text{Fremmedkapitalomkostning})$
- $\text{Egenkapitalomkostning} = \text{Risikofri rente} + (\text{Betaværdi} \times \text{Markedsrisikopræmie})$
- $\text{Fremmedkapitalomkostning} = (\text{Risikofri rente} + \text{Selskabsspecifikt risikotillæg}) \times (1 - \text{Skattesats})$

Kilde: Skat DCF-modellen.

Det frie cash flow	Ar 0	Ar 1	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8	Ar 9	Ar 10
	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget
Nettoomsætning	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725
Indtægter i alt	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725
Vareforbrug	31.000	34.000	35.020	36.071	37.153	38.267	39.415	40.598	41.816	43.070	44.362
Personaleomkostninger	17.000	17.000	17.510	18.035	18.576	19.134	19.708	20.299	20.908	21.535	22.181
Salgsomkostninger	750	800	824	849	874	900	927	955	984	1.013	1.044
Lokaleomkostninger	5.500	6.500	6.695	6.896	7.103	7.316	7.535	7.761	7.994	8.234	8.481
Administrationsomkostninger	2.400	2.500	2.575	2.652	2.732	2.814	2.898	2.985	3.075	3.167	3.262
Øvrige kapacitetsomkostning	10	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13
Driftsomkostninger i alt	56.660	60.810	62.634	64.513	66.449	68.442	70.495	72.610	74.789	77.032	79.343
EBIT	6.340	7.190	7.406	7.628	7.857	8.092	8.335	8.585	8.843	9.108	9.381
- investeringer	400	500	500	1.000	350	350	750	1.000	400	500	500
- betalt skat	1.395	1.582	1.629	1.678	1.728	1.780	1.834	1.889	1.945	2.004	2.064
Frit cash flow	4.545	5.108	5.276	4.950	5.778	5.962	5.751	5.696	6.497	6.604	6.817
NPV Frit cash flow	-	4.730	4.524	3.929	4.247	4.058	3.624	3.324	3.510	3.304	3.158

Figur 7 – Tilbagediskontering af cash flow. Egen tilskrivning.

NPV Frit cash flow, er tilbagediskonteringen af cash flowet. Tilbagediskonteringen er foretaget ved hjælp af følgende ligning: $\text{Cash flow} / (1 + \text{diskonteringsrente})^x$. Tilbagediskonteringen sker for at opnå et skøn af nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flow. Den samlede tilbagediskonterede værdi af cash flowet udgør 38.408 t.kr.

Trin 3 - Bestemmelse af terminalværdi

I trin 1 og 2 blev den 10-årige budgetperiode fuldstændt med beregning af frit cash flow og tilbagediskontering af værdierne. I trin 3 skal terminalværdien udregnes. Terminalåret har en stor betydning for den endelige værdi, så her er det vigtigt med så nøjagtige tal og antagelser som muligt. I terminalåret medtages normaliserede værdier, da det oftest er svært at forudsige de præcise tal mere end 10 år ude i fremtiden. Så terminalværdien skal udvise værdien, som antages at være fremtidens normale cash flow. Diskonteringsrenten i budgetperioden var inklusive inflation. I Terminal året skal der fratrækkes inflation.

Det frie cash flow	Ar 0	Ar 1	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8	Ar 9	Ar 10	Terminal værdi
	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	
Nettoomsætning	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725	88.725
Indtægter i alt	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725	88.725
Vareforbrug	31.000	34.000	35.020	36.071	37.153	38.267	39.415	40.598	41.816	43.070	44.362	44.362
Personaleomkostninger	17.000	17.000	17.510	18.035	18.576	19.134	19.708	20.299	20.908	21.535	22.181	22.181
Salgsomkostninger	750	800	824	849	874	900	927	955	984	1.013	1.044	1.044
Lokaleomkostninger	5.500	6.500	6.695	6.896	7.103	7.316	7.535	7.761	7.994	8.234	8.481	8.481
Administrationsomkostninger	2.400	2.500	2.575	2.652	2.732	2.814	2.898	2.985	3.075	3.167	3.262	3.262
Øvrige kapacitetsomkostning	10	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13	13
Driftsomkostninger i alt	56.660	60.810	62.634	64.513	66.449	68.442	70.495	72.610	74.789	77.032	79.343	79.343
EBIT	6.340	7.190	7.406	7.628	7.857	8.092	8.335	8.585	8.843	9.108	9.381	9.381
- investeringer	400	500	500	1.000	350	350	750	1.000	400	500	500	500
- betalt skat	1.395	1.582	1.629	1.678	1.728	1.780	1.834	1.889	1.945	2.004	2.064	2.064
Frit cash flow	4.545	5.108	5.276	4.950	5.778	5.962	5.751	5.696	6.497	6.604	6.817	6.817
										Terminalværdi		136.349

Figur 8 – Bestemmelse af terminalværdi. Egen tilskrivning.

I figur 3 er terminalværdien beregnet til at være 136.349 mio. kr. Terminalværdien er beregnet ved hjælp af følgende formel $\frac{Cash\ flow}{Forrentningskrav}$. Forrentningskravet er fastsat til 5 %. Forrentningskravet er WACC'en fratrukket inflation.

Trin 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi

I trin 4 skal terminalværdien tilbagediskonteres. Der kan anvendes samme princip som i trin 2, hvor der blev udregnet en tilbagediskontering af cash flowet. Her er det bare terminalværdien der skal tilbagediskonteres i stedet for cash flowet.

Det frie cash flow	Ar 0	Ar 1	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8	Ar 9	Ar 10	Terminal værdi
	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	
Nettoomsætning	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725	88.725
Indtægter i alt	63.000	68.000	70.040	72.141	74.305	76.535	78.831	81.196	83.631	86.140	88.725	88.725
Vareforbrug	31.000	34.000	35.020	36.071	37.153	38.267	39.415	40.598	41.816	43.070	44.362	44.362
Personaleomkostninger	17.000	17.000	17.510	18.035	18.576	19.134	19.708	20.299	20.908	21.535	22.181	22.181
Salgsomkostninger	750	800	824	849	874	900	927	955	984	1.013	1.044	1.044
Lokaleomkostninger	5.500	6.500	6.695	6.896	7.103	7.316	7.535	7.761	7.994	8.234	8.481	8.481
Administrationsomkostninger	2.400	2.500	2.575	2.652	2.732	2.814	2.898	2.985	3.075	3.167	3.262	3.262
Øvrige kapacitetsomkostning	10	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13	13
Driftsomkostninger i alt	56.660	60.810	62.634	64.513	66.449	68.442	70.495	72.610	74.789	77.032	79.343	79.343
EBIT	6.340	7.190	7.406	7.628	7.857	8.092	8.335	8.585	8.843	9.108	9.381	9.381
- investeringer	400	500	500	1.000	350	350	750	1.000	400	500	500	500
- betalt skat	1.395	1.582	1.629	1.678	1.728	1.780	1.834	1.889	1.945	2.004	2.064	2.064
Frit cash flow	4.545	5.108	5.276	4.950	5.778	5.962	5.751	5.696	6.497	6.604	6.817	6.817
										Terminalværdi		136.349
NPV Frit cash flow	-	4.730	4.524	3.929	4.247	4.058	3.624	3.324	3.510	3.304	3.158	63.156

Figur 9 – Tilbagediskontering af terminalværdi. Egen tilskrivning.

Formlen vil så være Terminalværdi / (1+diskonteringsrente)¹⁰. Det giver en tilbagediskonteret værdi af terminalværdien på 63.156 mio. kr.

Trin 5 - Beregning af virksomhedens værdi

Opgørelse af værdi

NPV frit cash flow (år 1- år 10)	38.408
NPV terminalværdi	63.156
Dagsværdi af virksomhed	101.564

For opgøre dagsværdien af virksomheden, skal de tilbagediskonterede værdier ligges sammen. Det giver en samlet dagsværdi af virksomheden på 101.564 mio. kr.

9.2 EVA-modellen

Economic Value Added (EVA) er et alternativ til DCF-modellen.

EVA-modellen er en teoretisk model, der benytter nøgletal fra regnskabsanalyse (*Dich Mortensen, J. (2020). Eksternt regnskab. Hans Reitzels.*).

EV-værdien fra EVA-modellen beregnes ved at tage summen af afkastet af den investerede kapital (ROIC) fratrukket de omkostninger der er i forbindelse med kapitalfrembringelsen (WACC), summen heraf skal ganges med den investerede kapital for perioden. Herefter findes nutidsværdien ved at tilbagediskontere de periodisk beregnede værdier med WACC'en. Derefter skal den initialt investerede kapital tillægges.

$$EV_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC_t - WACC) \cdot kap_{t-1}}{(1+WACC)^t}$$

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

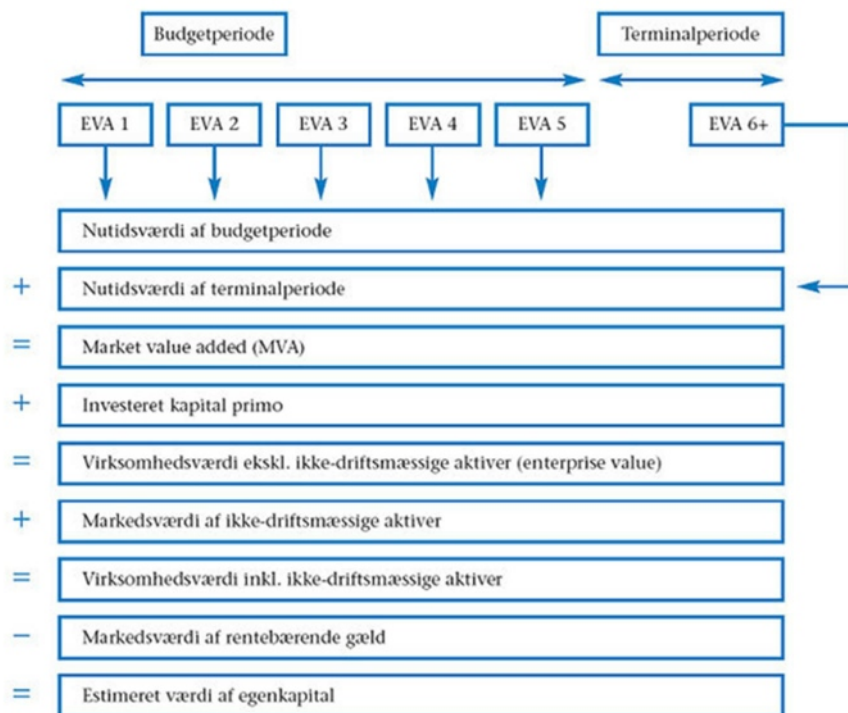
Kap = Investeret kapital (bogført værdi)

EVA-modellen. Kilde: Skat

Desto større EVA er desto større vækst vil der være i den investerede kapital. Det vil ofte medføre at potentielle investorer er villige til at betale en højere pris i forhold til, hvad der er bogført.

Værdiansættelse ved hjælp af EVA-modellen følger samme fremgangsmåde, som ved udarbejdelsen af DCF-modellen. Der skal også benyttes en budgetperiode og en terminalperiode. Nedenfor er der en illustration på hvordan man kan gribe modellen an.

Figur 5 – EVA-modellens fremgangsmåde



Figur 10 – EVA-modellen. Kilde: Skat

For at beregne EVA skal man anvende følgende regnskabstal og parametre (*EVA-modellen*. (2019, 21. januar). Skat.):

- Primært driftsresultat efter skat (NOPAT)
- Investeret kapital primo
- WACC
- Budgetperiode
- Terminalperiode
- Værdi af ikke-driftsmæssige aktiver
- Nettorentebærende gæld

Der er flere af parametrene og tallene som også anvendes i DCF-modellen.

9.3 Multipler

Der findes forskellige former for multipler. Der findes 3 former:

- Indtjeningsmultipler
- Salgsmultipler
- Balancemultipler

Når der skal vurderes, hvilken model der skal anvendes, skal der kigges på hvad der driver virksomheden. Det afhænger af om det er indtjeningen, salget eller investeringerne der driver virksomheden.

I praksis bliver der oftest benyttet indtjeningsmultipler (*Dich Mortensen, J. (2020). Eksternt regnskab. I:(s. 178-178). Hans Reitzels.*), så det er inden for det område der fokuseres i dette afsnit. Læs mere herom i afsnittet afgrænsning.

I de følgende afsnit vil der komme en kort gennemgang af følgende indtjeningsmultiple:

- P/E (Price/Earnings)
- EV/EBIT (Enterprise Value/Earnings before Interest and Tax)
- EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings before Interest, Tax, Depreciations and Amortizations)
- EV/Sales (Enterprise Value/Sales)
- EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)

Det er markedsbaserede multiple, der værdiansætter virksomheden ved at sammenligne med andre virksomheder i samme branche.

P/E (Price/Earnings)

P/E metoden udregner markedsværdien ved at anvende markedsværdi og indtjening fra sammenlignelige virksomheder, som skal ganges med den normaliserede indtjening. Den normaliserede indtjening er indtjeningen fratrukket atypiske indtjeninger eller omkostninger.

P/E er et udtryk for den samlede kursværdi af en virksomhed i forhold til den samlede indtjening efter skat (*P/E (Price/Earnings). (s.d.). Skat*). P/E har til formål at vise hvor meget investorer betaler per indtjeningskrone i en virksomhed.

Indtjeningen skal opgøres efter renter og skat. Hvis der er en resterende indtjening, vil den skulle føres til egenkapitalen. Indtjeningen skal ses i forhold til kursværdien af virksomheden. Det skal den da kursværdien er lig med markedsværdien af egenkapitalen. Det er vigtigt at indtjeningen er normaliseret, idet P/E er følsom overfor ændringer i indtjeningen.

Ved at følge P/E (Price/Earnings) metoden er det P/E der værdiansætter værdien af egenkapitalen, idet indtjeningsniveauet er efter fremmedkapital aflønning (*P/E (Price/Earnings). (s.d.). Skat*).

P/E metoden tager som skrevet udgangspunkt i indtjeningen efter skat. Det gør at man skal være yderst opmærksom på at de virksomheder der sammenlignes med, har samme kapitalstruktur og skattesats. Da selv små forskelle i kapitalstrukturen eller skattesatsen, kan medføre en væsentlig difference i værdiansættelsen.

Skat anbefaler at der tages udgangspunkt i indtjeningsniveauet før renter og skat, når der skal værdiansættes ved hjælp af indtjeningsmultiple. Det vil sige at værdiansættelse skal laves som om der ikke var gæld i virksomheden (*P/E (Price/Earnings). (s.d.). Skat*). Det virker dog ikke helt hensigtsmæssigt at helt se bort fra kapitalstrukturen, da det også bør være noget der tages med i vurderingen når der skal værdiansættes en virksomhed.

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

EV/EBIT-metoden er sammenlignelig med P/E metoden, idet den også sammenligner virksomheder, hvor man er bekendt med markedsværdien og indtjeningen. På den baggrund skal der udregnes et markedsniveau for EV/EBIT for sammenlignelige virksomheder. Derefter skal den beregnede EV/EBIT ganges på et normaliseret EBIT for den virksomhed, man skal værdiansætte (*EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)*). (s.d.). Skat).

EV udgør markedsværdien af en virksomhed, hvor gældsposter er fraregnet. EV Skal så sættes i forhold til EBIT, som er indtjeningen før renter og skat. For at finde frem til markedsværdien af egenkapitalen skal der fratrækkes værdien af den rentebærende gæld (*EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)*). (s.d.). Skat).

Median af multipl for peer-gruppe	EVpeer-gruppe/EBIT- peer-gruppe	12
Normal EBIT for virksomhed	EBITvirksomhed	15
Enterprise value	EVvirksomhed	180

Eksempel på EV/EBIT. Kilde: Skat

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

EV/EBITDA-metoden svarer til EV/EBIT-metoden, udover at der er tillagt afskrivninger af materielle og immaterielle aktiver.

Hvis der er forskellige afskrivningsprincipper i anvendt regnskabspraksis, bør man anvende EV/EBITDA, da EBITDA eliminere eventuelle forskelle i afskrivningerne.

Så EV/EBITDA bør anvendes i de situationer, hvor den virksomhed man ønsker at værdiansætte, ikke har samme afskrivningsprincipper, som de sammenlignelige virksomheder. Den skal også bruges, hvis det ikke er muligt at fastlægge om de har de samme afskrivningsprincipper.

EV/Sales (Enterprise Value/Sales)

EV/SALES-metoden er baseret på de samme principper som EV/EBIT og EV/EBITDA.

Selvom metoden er baseret på de samme principper, er den alligevel særpræget ved, at metoden værdiansætter på baggrund af størrelsen af omsætningen. En værdiansættelse der er baseret på størrelsen af omsætningen, differentiere sig fra de grundlæggende værdiansættelsesprincipper, der normalt fokuserer på de fremtidige indtjeninger (*EV/SALES (Enterprise Value / Sales). (2019, 21. januar). Skat*). Der kan dog være cases, hvor det giver mening at værdiansætte efter størrelsen på omsætningen. Det kan eksempelvis være i en af følgende cases:

- Brancher, hvor det giver mening at opkøbe en stor omsætning, for at kunne etablere stordriftsfordele, som så kan give en forbedret indtjening i sidste ende. De vil typisk være ligeglade med, hvad virksomheden tjener, da de udelukkende skal bruge omsætningen, som de vil kunne etablere i deres egen virksomhed.
- Virksomheder, hvor det ikke er muligt at normalisere indtjeningen.
- I sammenknytning til ovenstående punkt, kan det også være fordi man vurderer en omsætningen er det mest stabile i virksomheden.
- Derudover kan man også bruge EV/SALES, som en slags sikkerhedstjek, for at kontrollere andre værdiansættelser.

Metoden bør kun anvendes i en af ovenstående situationer. Hvis den anvendes i andre situationer end ovenstående, kan det give en skæv værdiansættelse, idet virksomheder med en lavere omsætning end konkurrerende virksomheder, sagtens kan have en bedre indtjening.

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

Metoden tager udgangspunkt i de samme principper som EV/EBIT og EV/EBITDA.

NOPAT er det driftsmæssige resultat efter skat. Det er på det punkt NOPAT adskiller sig fra EBIT, ved at der er taget højde for skatterne. Det gør at metoden samarbejder godt med EV, da den ligeliges er efter skat. Det gør metoden mere konsistent (*EV/NOPAT (Enterprise Value / Net Operating Profit less Adjusted Taxes). (2019, 21. januar). Skat*).

Metoden bliver dog kun anvendt i et begrænset omfang, idet det ofte er vanskeligt at få oplysningerne om de sammenlignede selskabers skatteforhold.

9.4 Værdiansættelse ud fra cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter

Der er udstedt administrative dokumenter i form af et cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter. Cirkulæret er godkendt af ligningsrådet i medfør af skattestyrelseslovens §18, jf. §13.

Cirkulæret er udarbejdet med formål for at vejlede om, hvordan love og bekendtgørelse i forhold til værdiansættelse af aktier og anparter skal forstås og anvendes.

Børsnoterede aktier skal værdiansættes til den noterede kursværdi, på tidspunktet skatteberegningen foretages.

Eventuelle aktier i unoterede aktieklasser i børsnoterede selskaber, skal medtages til den samme værdi som den fastsatte kurs på de noterede aktier. Der er dog en undtagelse i de situationer, hvor der er rettigheder der knytter sig til den unoterede aktieklasser, som på væsentlige punkter skiller sig ud fra rettighederne i den noterede aktieklasser. Det er specielt i situationer, hvor der er ret til forlods udbytte eller forlods dækning ved likvidation af selskabet.

I de tilfælde, hvor der ikke kan medtages til samme værdi som ved de noterede aktier, skal der udarbejdes en beregning og vurdering af værdien af den unoterede aktieklasser.

Unoterede aktier og anparter skal værdiansættes til handelsværdien. Der kan være mange tilfælde, hvor handelsværdien ikke kendes. Det kan være fordi aktien eller anparten ikke har været handlet før eller der er specielle omstændigheder, der gør at handelsværdien ikke anses for at være retvisende. I de tilfælde, hvor handelsværdien ikke kan anvendes til værdiansættelsen, kan der følges en hjælperegulering, som vil blive beskrevet nedenfor.

Der skal anvendes et substansprincip. Aktivernes værdi skal beregnes som summen af aktiverne fratrukket gældsposterne. Dertil skal der tillægges værdien af goodwill.

Opgørelsen skal udarbejdes på baggrund af indre værdi fra det seneste offentliggjorte regnskab. Herefter skal nedenstående poster korrigeres:

Fast ejendom

Fast ejendom skal medtages til den seneste offentlige vurdering, med tillæg af eventuelle forbedringsudgifter, hvis de ikke er medtaget i den seneste offentlige vurdering. Udenlandske ejendomme medtages til den regnskabsmæssige værdi.

Associerede selskaber

Unoterede aktier eller anparter i associerede selskaber medtages til handelsværdien. Hvis handelsværdien ikke kan anvendes, benyttes hjælpereglen.

Udskudt skat

Den udskudte skat skal medtages efter korrektioner jf. ovenstående punkter. Negativ udskudt skat kan medtages. Det skal dog bemærkes at negativ udskudt skat, maksimalt kan medtages til en værdi under pari.

Andre forhold

Har selskabet medtaget en værdi af egne aktier, skal de ikke medtages i beregningen af den indre værdi.

Hjælpereglerne kan fraviges helt eller delvist, hvis der findes andre metoder der vurderes at være mere retvisende for de enkelte poster i et specifikt selskab.

Goodwill og andre immaterielle aktiver

Fastsættelsen af goodwill har sit eget cirkulære og vil blive beskrevet nedenfor.

9.5 Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill

Ligningsrådet har jf. skattestyrelsens § 18, jf. §13, udarbejdet et cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill.

Goodwill værdiansættes som udgangspunkt efter et skøn over handelsværdien.

Der er brancher, hvor der foreligger kutymen for værdiansættelse af goodwill, når der sker en overdragelse mellem uafhængige parter (*Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000)*). Disse kutymen kan anvendes til brug for værdiansættelsen.

Der er en del brancher, hvor der ikke foreligger sådanne kutymen. De kan benytte sig af beregningsmodellen, som bliver beskrevet i cirkulæret.

Beregningsmodellen er en meget standardiseret model. Det gør at der skal overvejes i de specifikke cases, om modellen skal korrigeres eller om der skal anvendes andre metoder. Den

endelige værdiansættelse har til formål at udgøre værdien af hvad en uafhængig tredje mand vil være villig til at betale for goodwillen.

Det vil sige at når beregningsmodellen anvendes, er det vigtigt at have for øje om der kommer et retvisende resultat, som ligeledes udgør det som værdien forventes at ende på.

Grundlaget for beregningen

Grundlaget for beregningen er at der tages udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater før skat for de seneste 3 regnskabsår. Regnskaberne skal følge årsregnskabsloven. Er det ikke muligt at benytte de regnskabsmæssige regnskaber, skal de skattemæssige regnskaber anvendes for de seneste 3 indkomstår.

Ved brug af de regnskabsmæssige resultater før skat, skal der korrigeres for følgende:

- ÷ Ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuel medarbejdende ægtefælle
- ÷ Finansielle indtægter
- + Finansielle udgifter
- +/- Eventuelle ekstraordinære poster i henhold til årsregnskabsloven
- + Afskrivninger på tilkøbt goodwill

Kilde (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000))

Ved brug af de skattemæssige resultater, skal der korrigeres for følgende:

- ÷ Medarbejdende ægtefælle
- ÷ Finansielle indtægter
- + Finansielle udgifter
- + Investeringsfondshenlæggelser (sidste indkomstår 1998)
- + Forskudsafskrivninger
- +/- Andre ikke skatterevante driftsmæssige poster
- + Afskrivninger på tilkøbt goodwill

Kilde (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000))

Vægtet gennemsnit af resultatet/indkomsten

Efter regnskabstallene er korrigeret efter ovenstående, skal der så beregnes et vægtet gennemsnit af resultatet. Det vægtede gennemsnit skal beregnes ved at resultatet fra tredjesidste år ganges med 1, det korrigerede resultat fra år andensidste år skal ganges med 2, resultatet fra sidste år skal ganges med 3. Summen heraf skal så divideres med 6, hvorefter der vil være udregnet det vægtede gennemsnit.

Korrektion for udviklingstendens

I de tilfælde, hvor der har været en konstant positiv eller negativ udvikling inden for de seneste 3 år, der danner grundlag for beregningen, skal der beregnes et tillæg eller fradrag, alt efter om der er negativ eller positiv udvikling. (*Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000)*).

Beregningen af udviklingstendensen skal beregnes med udgangspunkt i den resultatmæssige udvikling der har været fra det tredjesidste regnskabsår til det sidste regnskabsår inden overdragelsen.

Det er gennemsnittet af udviklingen der skal bruges i beregningen, så den samlede udvikling fra år 1 til år 3 skal divideres med 2.

Efter ovenstående beregning skal tillægget/fradraget lægges til den samlede vægtede gennemsnitsindtjening.

Driftsherreløn

Der skal tages højde for driftsherreløn, hvis der er tale om en personligt ejet virksomhed. Der tages ikke højde for driftsherreløn i selskaber, idet medarbejdere og ansatte aktionærer typisk vil have modtaget løn, som allerede er fratrukket i resultatet.

Når der skal fratrækkes driftsherreløn, anses halvdelen af resultatet efter korrektionerne beskrevet ovenfor, som driftsherreløn. Der kan dog mindst fratrækkes 250.000 kroner og højst 1.000.000 kroner.

Forrentning af virksomhedens aktiver

Der skal desuden fratrækkes en forrentning af virksomhedens aktiver fra den seneste balance forud for overdragelsen. Dog skal driftsfremmede aktiver som f.eks. obligationer og pante-

breve samt tilkøbt goodwill, trækkes fra aktiverne (*Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000)*). Procentsatsen for forrentningen fastsættes til kapitalafkastsatsen jf. virksomhedsskattelovens §9, plus 3%. Forrentningsprocenten fastsættes for overdragelsestidspunktet.

Kapitalisering

Kapitaliseringsfaktoren viser forholdet mellem det forventede årlige afkast ved hjælp af en forrentningsprocent og goodwillens forventede levetid, for at finde ud af hvor mange år man kan forvente afkast og hvor meget man kan forvente.

Forrentningen skal fastsættes til kapitalafkastsatsen jf. virksomhedsskatteloven §9, plus 8 procent.

Da goodwill ikke altid har den samme levetid, skal kapitaliseringsfaktoren fastsættes i forhold til den aktuelle levetid.

Der er flere faktorer der er afgørende for levetiden på goodwill. Hvis der er tale om en virksomhed med produktion og/eller salg af unikke produkter, vil levetiden ofte være længere, end hvis der var tale om en virksomhed med produktion og/eller salg af standardiserede produkter (*Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000)*).

Hvis en virksomhed i løbet af kort tid kan opbygge goodwill, vil levetiden på goodwillen som udgangspunkt have en kortere levetid, end hvis den er opbygget over en årrække og der er opbygget et anerkendt brand. Altså desto mere kompliceret opbyggelsen og virksomheden er desto længere vil levetiden ofte være.

I CIR nr. 44 af 28/03/2000 er der udarbejdet eksempler på levetidens betydning for kapitaliseringsfaktoren under forudsætning af en rente på 13% (kapitalafkastsats på 5% +8%):

Levetid	Kapitaliseringsfaktor ¹⁾
5 år	2
9 år	3
14 år	4
17 år	4,5

Kilde: (Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000))

Der er anvendt følgende formel for beregningen:

$$\sum_{t=1}^n \frac{(1 - \frac{t-1}{n}) + (\frac{n-t}{n})}{2} * (1+r)^{-t}$$

Elementer der kan have betydning for værdiansættelsen

Der kan være flere situationer, der kan have indflydelse på værdiansættelsen og medvirke til en ændring af den værdiansættelse af goodwill der fremkommer ved anvendelse af beregningsmodellen.

Det kan være at der er indgået aftaler der vil påvirke fremtiden.

Der kan være sket en udvikling fra regnskabsafslutningstidspunktet og frem til overdragelsestidspunktet, der gør at der skal ske en justering.

Der kan være situationer, hvor nøglemedarbejdere ikke følger med virksomheden, det kan også have en konsekvens for beregningen.

Hvis der er usikkerhed forbundet med beregningen som følge af f.eks. få store kunder eller lignende, vil det også kunne have betydning.

Hvis der i de foregående regnskabsår har været store ekstraordinære indtægter eller udgifter, vil det ligeledes kunne have betydning for værdiansættelsen.

Udregning af goodwill

Værdiansættelse af goodwill CIR nr. 44 af 28/03/2000	3. sidste år	2. sidste år	Sidste år
Resultat før finansielle poster	100.000	200.000	300.000
Reguleringer	-	-	-
Renteindtægter	20.000	25.000	30.000
Renteudgifter	- 15.000	- 20.000	- 25.000
Ekstraordinære poster			
Reguleret resultat	105.000	205.000	305.000
Vægtning	1	2	3
	105.000	410.000	915.000
Sum			1.430.000
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)			238.333
Udviklingstendens (305.000-105.000)/2			100.000
			338.333
Forrentning af aktiver 3% af 1.000.000			- 30.000
Rest til forrentning af goodwill			308.333
Kapitaliseringsfaktor 2,83 (8% over 7 år)			872.583
Den beregnede goodwillværdi bliver således			872.583

Figur 11 – Udregning af goodwill. Egen tilskrivning

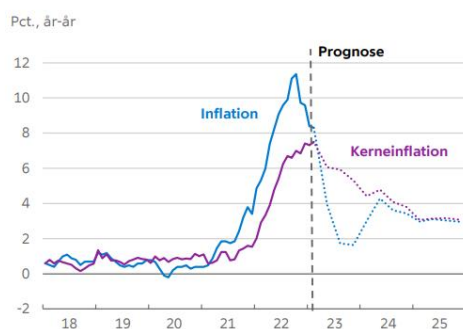
Ovenfor er der foretaget en udregning af goodwillværdien. Her ender den samlede goodwill på 872.583 kr. Det er et simpelt eksempel uden reguleringer og ekstraordinære poster.

Der er brugt resultatet for de sidste 3 år og dertilhørende renteindtægter og renteudgifter.

Derefter er der foretaget en vægtning af resultatet, idet modellen ligger op til at de seneste resultater skal tælle mere end det resultat der er i år 3.

Efter der er beregnet et vægtet resultat, skal der beregnes en forrentning af aktiverne. Aktiverne er blevet forrentet med en rente på 3 %, da det er VSL §9, plus 3 %. Renten er opgjort på baggrund af følgende renteniveau fra nationalbanken, plus de før omtalte 3 %:

Inflationen forventes at falde i 2023 Figur 3



Herefter skal der ganges en kapitaliseringsfaktor på. Kapitalisering faktoren er 2,83 % jf. nedenstående tabel:

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									

Figur 12 - Udregning kapitaliseringsfaktor. Egen tilskrivning

Den beregnede goodwill skal så tillægges de omtalte elementer i afsnit 9,5, for at kunne beregne den samlede værdi af en virksomhed. Der skal beregnes udskudt skat af den beregnede goodwill, før den tillægges virksomhedens værdi.

10 Finansiering af generationsskiftet

10.1 Kontant

Hvis man har kapitalen til rådighed eller har et lån hos et pengeinstitut, så er det muligt at finansiere generationsskiftet ved at afregne kontant. Der vil dermed ikke blive et efterfølgende mellemværende mellem overdrager og erhverver.

10.2 Lån

Det er en mulighed i forbindelse med generationsskiftet at udarbejde et gældsbrief imellem sælger og erhverver. Alt efter hvem der skal overdrages til, så har man mulighed for at lave lån og tilpasse lånevilkårene derefter. Tager vi udgangspunkt i overdragelse til familiemedlemmer, så vil man ofte udarbejde et anfordringslån. Et anfordringslån kaldes også i nogle tilfælde et familielån. For at kunne lave et anfordringslån skal følgende krav være opfyldt:

- Der skal være tale om et reelt gældsforhold
- Der skal udarbejdes et gældsbrief, hvor begge parter har underskrevet
- Lånet skal kunne opsiges med 14 dages varsel.

Hvad angår renter og afdrag, så er det ved anfordringslån muligt selv at udarbejde lånevilkårene og dermed bestemme, hvor meget der skal afdrages, samt hvordan lånet skal forrentes.

Det er dog også her muligt at give et favorabelt lån til eksempelvis børn, så der i gælds brevet ikke står nogen fast aftale om afdrag og lånet har en lav eller ingen forrentning. Dette kan i forbindelse med et generationsskifte være en fordel at få en sådan håndsrækning af overdrager, og dermed ikke kunne komme i likviditetsproblemer.

Er anfordringslånet mellem familiemedlemmer, så ønsker mange at gøre brug af muligheden for at nedskrive gælden årligt med den maksimale sats for afgiftsfrie gaver. Det må dog ikke som en del af indgåelsen af aftale allerede der være aftalt, at lånet skal nedskrives ved at give gaver hvert år, SKAT i så fald vil kunne underkende det. Gaverne skal dermed gives sporadisk.

10.3 Gave

Finansieringen af et generationsskifte kan finansieres ved en gavefinansiering.

Metoden kan være fordelagtig for personer, indenfor gaveafgiftskredsen. Hvis gaven gives til personer udenfor gaveafgiftskredsen, vil de blive beskattet af gaven som personlig indkomst.

Hvorimod hvis gaven derimod gives til personer indenfor gaveafgiftskredsen, bliver de beskattet af 15% af det beløb der overstiger 71.500 kroner. De 71.500 kroner er det grundbeløb der årligt (2023 sats) kan gives skattefrit i gave.

Personer i gaveafgiftskredsen udgør; afkom, stedbørn og deres afkom, afdødt barns eller stedbarns længstlevende ægtefælle, forældre, personer, der har haft fælles bopæl med gavegiver i de sidste 2 år før modtagelsen af gaven, og personer, der tidligere har haft fælles bopæl med gavegiver i en sammenhængende periode på mindst 2 år, når den fælles bopæl alene er ophørt på grund af institutionsanbringelse, herunder i en ældrebolig, plejebørn, der har haft bopæl hos gavegiver i en sammenhængende periode på mindst 5 år, når opholdet er begyndt, inden plejebarnet fyldte 15 år, og højst en af plejebarnets forældre har haft bopæl hos gavegiver sammen med plejebarnet, og stedforældre og bedsteforældre (Boafgiftsloven §22).

Afgiften til ovennævnte personer ligger på 15%, udover stedforældre og bedsteforældre der bliver beskattet af 36,25% af det beløb der overstiger grænsen på 71.500. Gaver mellem ægtefæller er afgiftsfri.

Hvis der foretages en overdragelse med succession, hvor en person efter KSL §33 C, stk. 1,12 og 13 eller ABL § 34,35 og 35 A, indtræder i overdragerens skattemæssige stilling, og

der foretages en overdragelse som hel eller delvis gave, skal der tages hensyn til afgiftsberegningen og indkomstbeskatningen.

I de overdragelser, hvor der skal betales en gaveafgift, skal der i gaveanmeldelsen, opgøres en passivpost til udligning af eventuelle skattetilsvær, der kan forekomme i fremtiden (KSL §33 D).

Passivposten skal beregnes på grundlag af den lavest mulige skattepligtige fortjeneste, der vil være tilkommet overdrager, hvis overdrager havde solgt aktivet på tidspunktet for overdragelsen (KSL §33 D, stk. 2). Passivposten udgør 30% af den skattepligtige fortjeneste der ikke er aktieindkomst. Passivposten der vil være aktieindkomst af den beregnede fortjeneste udgør 22% (KSL § 33D stk. 3).

Nedenfor er der lavet en udregning af passivposten og en potentiel gaveafgift som eksempel på, hvordan en udregning kan se ud. I nedenstående eksempel er værdien af kapitalandelene fastsat til 75 mio. kr. anskaffelsestallet er 200 t.kr. Det giver en avance på 74,8 mio. kr. Passivposten er 22% af avancen, så passivposten bliver 16,5 mio. kr.

Passivpost	
Beregnet værdi af kapitalandele	75.000.000
Anskaffelsestallet	200.000
Avance	74.800.000
Passivpost, 22%	16.456.000

Figur 13 – Beregning passivpost. Egen tilskrivning

For at beregne gaveafgiften skal passivposten så fratrækkes den beregnede værdi af kapitalandelene. Det giver så et afgiftspligtigt beløb på 58,5 mio. kr. Hvoraf at der er et bundfradrag på 71,5 t.kr. som fratrækkes før gaveafgiften skal beregnes. Gaveafgiften på de 15% bliver således 8,8 mio. kr.

Gaveafgift	
Beregnet værdi af kapitalandele	75.000.000
Passivpost	16.456.000
Afgiftspligtigt beløb	58.544.000
Bundfradrag, 2023	71.500
Grundlag for gaveafgift	58.472.500
Gaveafgift, 15%	8.770.875

Figur 14 – Beregning gaveafgift. Egen tilskrivning

10.4 Earn Out

Earn-out er en reguleringsmekanisme, der gør at sælger kan opnå et fast eller variabelt tillægsvederlag, hvis et defineret mål opnås, indenfor en fastsat periode.

Målet er ofte baseret på at selskabets fremtidige indtjeningsevne. Der vil ofte blive valgt et nøgletal, så der kan måles på om målsætningen bliver indfriet. Det kan være f.eks. være EBIT eller EBITDA. Men i princippet kan det være ethvert andet nøgletal, der måles på. Der kan også være virksomheder, hvor det giver mere mening at fokusere på at omsætningen eller kundemængden skal stige fremfor indtjeningen. Der skal bare fastsættes noget der kan måles på, og der skal fastsættes en periode aftalen, som aftalen løber over (Kromann Reumert, earn-out).

Earn-out perioden løber typisk over 3-5 år, men den kan også fastsættes til at være noget kortere. Det kan være at aftalen bliver fastsat til at sælger skal indfri målet indenfor indeværende regnskabsår (*Kromann Reumert, M. (s.d.). Earn out*).

Earn-out bliver typisk anvendt i situationer, hvor køber og sælger ikke kan blive enige om den sidste del af prisen.

Det kan være at køber og sælger ikke er enige i vækstpotentiallet, af virksomheden. Her vil det give mening at lave en earn-out aftale, hvor sælger kan bevise at virksomheden er i stand til at nå et vækstsmål inden for 3-5 år.

Det kan også være at sælger skal forblive ansat i virksomheden i den første periode efter salget. Her vil det give sælger en ekstra motivation til at yde en ekstra indsats for at fremme virksomhedens resultat (*Earn out. (s.d.). Selskabsadvokaterne*).

11 A/B-model

A/B-modellen bliver oftest brugt i situationer, hvor hovedaktionær ønsker at overdrage store dele af sit selskab. Modellen kan med fordel bruges ved overdragelse af selskaber der har en høj værdi, men som man ønsker at overdrage til en lavere pris.

Modellen bliver ofte brugt ved overdragelser til børn, hvor en overdragelse vil medføre en aktieavancebeskatning og gaveafgift. Det kan også være at der skal ske en overdragelse til en nøglemedarbejder, der ikke har midlerne til at betale en høj pris for andelene.

Der er kommet ny praksis for værdifordelingen pr. 28 februar 2021. Skattestyrelsen har skærpet reglerne for værdiansættelsen af de overdragne kapitalandele, da de mener at handelsprisen er for billig, i forhold til hvor meget værdi der tilfalder køber.

Skatterådet sammenligner den ret b-aktierne fik ved den gamle metode med optioner. Derfor har skattestyrelsen besluttet at værdien skal beregnes ved hjælp af samme metode som værdien af optioner bliver beregnet. Værdien af optioner kan beregnes ved anvendelse af f.eks. Black-Scholes- eller binomial-modellen, de modeller er noget mere avancerede at benytte sig af end de tidligere modeller.

Den ændrede praksis har medført en højere værdiansættelse og en mere komplicerede metode. Det har medført at AB-modellen ikke er lige så fordelagtig som tidligere, da overdragelsesprisen alt andet lige vil blive højere nu og dermed en højere afgift.

Nedenfor vil optioner blive beskrevet, samt hvordan optioner værdiansættes.

11.1 Optioner

En option er en ret indehaveren af en aktie har, som der er tilknyttet en specifik aktie. Der findes to typer af optioner. En call option og en putoption. Call optionen giver retten til at købe, mens put optionen har retten til at sælge. Salget eller købet skal ske indenfor en forudbestemt periode og til en forudbestemt pris (Nordnet – optionshandel).

Den forudbestemte pris kaldes for udnyttelsesprisen, mens den forudbestemte tid bliver kaldt for optionens løbetid. Løbetiden kan være meget forskellig, nogen optioner har en løbetid på en måned mens andre har en løbetid over flere år (Nordnet – optionshandel).

En option er altså en aftale der laves mellem to parter, hvor der aftales en fremtidig transaktion. Aftalen skal afvikles på dagen, hvor aftalen indgås, hvor prisen fastsættes, mens selve udvekslingen af aktier, bliver foretaget i fremtiden (Nordnet – optionshandel).

Ved værdiansættelsen af optioner er de mest anvendte modeller Black-Scholes eller Binomial modellen (*Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier. (2023, 31. januar). Skat*). Modellerne vil blive beskrevet nedenfor.

11.2 Black-Scholes

Black-Scholes modellen er en økonomisk model, der bruges til at beregne priser for købs- og salgsoptioner.

Black-Scholes modellen er udviklet i 1973, men anses stadig som en af de bedste måder at prissætte en optionskontrakt på. Modellen vandt nobelprisen i økonomi og har haft stor betydning for den moderne finansteori (*Black-Scholes modellen. (s.d.). Investorblogger*).

For at benytte sig af modellen skal der bruges fem værdier: aktieprisen på tidspunktet for værdiansættelsen af optionen, den aftalte kurs, som aktien kan købes til når optionen udløber, volatiliteten af de udsving der er i aktiens værdi, den risikofrie rente og løbetiden på optionen.

Modellen har følgende forudsætningen forud for en værdiansættelse:

- Der udbetales ikke udbytte i optionens levetid.
- Markeder er tilfældige (dvs. markedsbevægelser kan ikke forudsiges).
- Der er ingen transaktionsomkostninger ved at købe optionen.
- Den risikofrie rente og volatiliteten af det underliggende aktiv er kendt og konstant.
- Afkastet af det underliggende aktiv er normalfordelt.
- Optionen er europæisk og kan kun udnyttes ved udløb. (*Hayes, A. (2023, 31. marts). Black-Scholes modellen. Investopedia*)

Når ovenstående forudsætninger er opfyldt, kan call optionens pris beregnes ved hjælp af følgende formel (*Hayes, A. (2023, 31. marts). Black-Scholes modellen. Investopedia*):

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

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

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

Nedenfor vil der blive illustreret et eksempel, hvor der bliver sat tal ind i modellen.

Følgende værdier vil blive anvendt i eksemplet:

- Aktieprisen = 500
- Aftalekurs = 400
- Volatiliteten = 10 %
- Rente = 3 %
- Løbetid = 2 år

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{500}{400}\right) + \left(3\% + \frac{10\%^2}{2}\right) \times 2}{10\% \times \sqrt{2}} = 2,07$$

$$d_2 = 2,07 - 10\% \times \sqrt{2} = 1,93$$

Efter d_1 og d_2 er beregnet, kan optionens værdi nu beregnes:

$$\text{Optionens pris} = 500 \times N(2,07) - 400 \times e^{3\% \times 2} \times N(1,93) = 123,81$$

Optionens pris er ifølge Black Scholes-modellen 123,81 kroner.

Black Scholes-modellen har både fordele og ulemper. Nogen af ulemperne ved modellen er at den standardiserede model, kun kan tage højde for de europæiske optioner, idet den ikke kan

håndtere de amerikanske optioner der kan udnyttes før udløbsdatoen (*Hayes, A. (2023, 31. marts). Black-Scholes modellen. Investopedia.*)

Derudover antager modellen at udbytte og renten er konstant, det er bare ikke altid det er sådan det forholder sig i virkeligheden. Modellen antager også at der er en konstant volatilitet, hvilket ikke er tilfældet, idet den svinger efter udbud og efterspørgsel. Derudover tager modellen heller ikke højde for transaktionsomkostninger eller skatter.

11.2.1 Vurdering af Black-Scholes-modellen

Black-Scholes-modellen er en af de metoder skattestyrelsen anbefaler til værdiansættelse af købe- og tegningsretter.

Der er dog en række udfordringer herved, når modellen skal anvendes i forbindelse med A/B modellen. Når A/B modellen tages i brug er det oftest med unoterede virksomheder. Black-Scholes-modellen har sine klare forcer indenfor børsnoterede selskaber, modellen har dog udfordringer i forbindelse med unoterede selskaber.

For at benytte modellen er det en forudsætning af man har værdien på aktieprisen, aftalekursen, volatiliteten, renten og løbetiden. Det kan give udfordringer ved unoterede selskaber.

Aktieprisen vil ved børsnoterede selskaber nemt kunne findes ved at kontrollere dagskursen på markedet. Det er ikke muligt for unoterede selskaber. Her vil der skulle laves en kompenserende handling i form af at der skal laves en værdiansættelse. Det er langt mere ressourcekrævende end, ved børsnoterede selskaber.

Volatiliteten er kompliceret at beregne for både børsnoterede- og unoterede selskaber. For de unoterede selskaber vejleder skat til at volatiliteten kan estimeres ud fra en gruppe sammenlignelige virksomheder (skat, black scholes modellen). Det er dog heller ikke ligefrem en ukompliceret handling.

Løbetiden er ligeledes problematisk i forhold til modellen. Løbetiden ved brug af en A/B model, vil typisk ikke være eksisterende, idet overgangen sker med det samme. Modellen er følsom overfor ændringer i løbetiden, så den manglende løbetid udgør et problem for beregningen.

Ovenstående giver en del udfordringer ved at bruge modellen til værdiansættelse i forbindelse med A/B-modellen. Det er dog én model skattestyrelsen foreslår, som en af de modeller der

kan benyttes. Modellens mangler i forhold til værdiansættelse af unoterede aktier gør dog at den ikke kan anbefales.

11.3 Binomialmodellen

Binomialmodellen er en optionsprismodel der er designet til at værdiansætte optioner. Metoden blev udviklet i år 1979, så den er seks år nyere end Black Scholes-modellen. Metoden bruger flere perioder til at værdiansætte optioner. I praksis bliver modellen brugt hyppigere end Black-Scholes modellen (*Chen, J. (2022, 4. juni). Binomial Option Pricing Model. Investopedia*).

Modellen har to mulige udfald ved hver gentagelse – den kan gå en bevægelse op eller en bevægelse ned.

Nedenfor er der illustreret et simpelt eksempel af Investopedia:

				\$56.24
			\$ 54.08	\$ 51.89
Option Value	=	\$ 50.00	\$ 49.66	\$ 47.92
		\$ 52.00	\$ 48.00	\$ 46.08
			\$ 46.08	\$ 44.24
Time Step :		0 (Today)	1	2
				3

Figur 15 – Binomial option pricing. Kilde: Investopedia

Grundlæggende for den binomiale optionsmodel er at der er to mulige resultater. Modellen kan gå et skridt op eller ned. En af fordelene ved den binomiale optionsmodel er at den er matematisk enkel. Dermed ikke sagt at modellen ikke kan blive kompleks i nogen tilfælde (*Chen, J. (2022, 4. juni). Binomial Option Pricing Model. Investopedia*).

Black-Scholes-modellen gav os et numerisk resultat, på baggrund af de input der blev brugt i modellen. Den binomiale model giver os mulighed for at beregne et resultat for hver periode.

En af fordelene ved at man kan se resultatet for, hver periode er at man kan få et overblik over ændringen i værdien fra periode til periode. Det gør at man kan evaluere på de beslutninger der er blevet truffet i perioderne.

Binomial-modellen kan også håndtere amerikanske optioner, der kan udnyttes før tid. Her kan modellen benyttes til at se om man bør indløse optionen og hvornår man skal beholde den i en længere periode.

Hvis optionen har en positiv værdi, er der mulighed for at udnytte optionen, hvis værdien derimod er negativ, bør den holdes i en længere periode.

For at beregne en options værdi ved hjælp af den binomiale-metode, kan følgende formel anvendes:

$$\text{Optionens værdi} = \frac{\text{Forventet fremtidig værdi af optionen}}{1+\text{rente}}$$

Hvor

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

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

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

11.3.1 Vurdering af binomial-modellen

Binomial-modellen kan ligesom Black-Scholes-modellen værdiansætte optioner. Skatterådet har godkendt Binomial-modellen som et værktøj til værdiansættelse af tegningsretter til unoterede aktier (SKM2010.395.SR). Det er dog ikke helt problemfrit for modellen at værdiansætte unoterede aktier.

Modellen har brug for mange af de samme inputs som Black-Scholes-modellen. Det gør at mange af de værdier modellen skal bruge for at kunne værdiansætte optionen vil være komplicerede at frembringe. Dermed vil værdierne også være forbundet med en, hvis usikkerhed.

Alt i alt er der for mange usikkerheder forbundet med modellen til at den vil kunne benyttes for at beregne en retvisende værdi for en option. Modellen kan derfor ikke anbefales til brug for værdiansættelse af unoterede selskaber.

12 Generationsskifte i praksis

I de ovenstående afsnit har vi opnået en teoretisk forståelse for hvordan et generationsskifte kan udføres.

På baggrund af ovenstående redegørende del, vil der i dette afsnit blive beskrevet og illustreret, hvordan et generationsskifte kan udføres i praksis.

Til brug for det er det nødvendigt med en case-virksomhed. Vores case-virksomhed er ikke helt tilfældigt udvalgt. Koncernerne er blevet udvalgt, da selskaberne netop står overfor et generationsskifte, hvor de har spændende problemstillinger i forhold til pengetanksreglen, eventuel fusion, værdiansættelse og finansiering.

I vores case er der to koncerner, der er ejet af den samme hovedaktionær. Hovedaktionæren er ved at nå en alder, hvor der skal tages stilling til hvad der skal ske med koncernerne. Han ønsker at lave et generationsskifte til hans sønner. Han har tre sønner, der har hver deres holdingselskab.

Den ene koncern kaldet ”chokoladekoncernen”, består udover den ultimative modervirksomhed af fem selskaber. Nedenfor vil der komme en kort beskrivelse af selskaberne.

Chokolade drift ApS’ aktiviteter består af drift af kiosker, investering og udlejning af ejendomme. Ejendommene består primært af kiosker og grillbarer som udlejes til dattervirksomhederne. Chokolade drift ApS’ har en omsætning på 69 mio. kr. Deres egenkapital udgør 145 mio. kr. Der er omkring 50 ansatte i selskabet.

Chokolade 1 A/S importerer varer indenfor konfekturbranchen. Varene bliver derefter afsat til grossister, kæder og specialbutikker i Danmark. Chokolade 1 A/S’ omsætning udgør 93 mio. kr. og de har en egenkapital på 8 mio. kr. Der er lige under 30 ansatte i selskabet.

Chokolade 2 A/S' aktiviteter består i engrossalg af chokolade-, kolonial- og tobaksvarer mv. Produkterne afsættes primært i Danmark og i mindre grad til eksport. Chokolade 2 A/S har en omsætning på 1.616 mio. kr. Selskabet har en egenkapital på 75 mio. kr. Der er 84 ansatte i selskabet.

Chokolade 3 A/S' aktiviteter består i salg af kajakker og kanoer samt tilbehør hertil. Selskabet har en omsætning på 4 mio. kr. Chokolade 3 A/S har en egenkapital på 3 mio. kr. Der er 2 ansatte i selskabet.

Chokolade 4 A/S' aktiviteter består i import og handel med chokolade- og sukkervarer m.v. Produkterne afsættes i Danmark samt i mindre omfang til eksport. Selskabet har en omsætning på 0,1 mio. kr. Der er en egenkapital på 0,9 mio. kr. Der er to ansatte i selskabet.

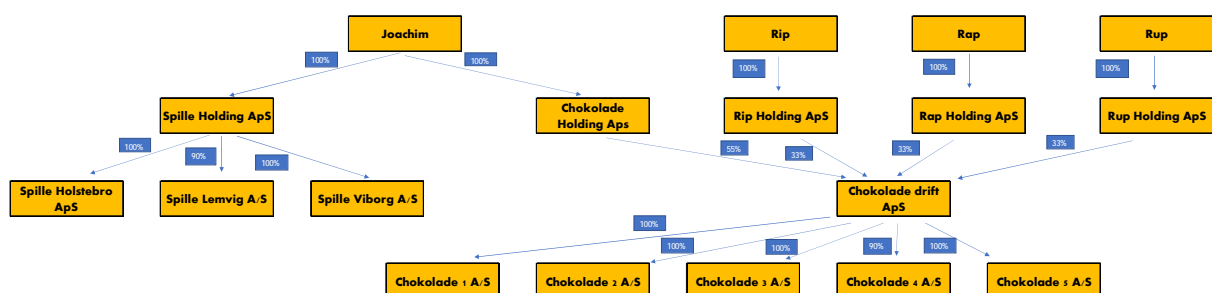
Den anden koncern Spille Holding ApS består udover af moderselskabet af tre selskaber. Nedenfor vil de enkelte selskaber blive beskrevet kort.

Spille Holstebro ApS beskæftiger sig med udlejning af bingohaller og klublokaler, samt drift af restauration. Omsætningen udgør 2 mio. kr. Egenkapitalen udgør 2 mio. Der er 2 ansatte i selskabet.

Spille Viborg A/S' aktiviteter består i salg og udlejning af automater og morskabsautomater, herunder salg af gevinster til automater. Selskabet har en omsætning på 19 mio. kr. Egenkapitalen udgør 16 mio. kr. Der er 9 ansatte i selskabet.

Spille Lemvig A/S' aktiviteter består i udlejning af ejendom med tilhørende bowlingcenter. Spille Lemvig A/S har en omsætning på 2 mio. kr. Deres egenkapital udgør 7 mio. kr.

Selskabets nuværende struktur ser ud som illustreret nedenfor



Figur 16 – Nuværende koncernstruktur. Egen tilskrivning

12.1 Er der udfordringer i forhold til generationsskiftet?

Som nævnt i afsnit 8.3, så udgør et selskab en pengetank, hvis enten 50 % af indtægterne eller aktiverne kommer fra passiv kapitalanbringelse.

I forbindelse med vores kundes ønske om, at komme videre i generationsskiftet som følge af faderens høje alder, så er vi som rådgivere stødt på et problem i forhold til pengetanksreglen.

Som nævnt i afsnit 12, så består den samlede koncern af to søsterkoncerner med to overliggende holdingselskaber. Chokolade Holding ApS, der ejer de underliggende kiosker, chokoladegrossister mv og Spille Holding ApS, der ejer det der er omtalt som ”spillekoncernen”, hvor salg/udlejning af spillemaskiner, salg af gevinster og udlejning af ejendomme er karakteriserende for koncernen.

Set i forhold til pengetanksreglen, så er der ingen udfordringer, når man kigger på Chokolade Holding ApS og de underliggende selskaber, da der er aktiv kapitalanbringelse og en reel aktiv drift, her er pengetanken dermed ikke et problem.

Der, hvor der tyder på at være en udfordring, er i Spille Holding og dets underliggende selskaber. Spille Holding, består hovedsageligt af mellemregninger og kapitalandele, der kategoriseres som passiv kapitalanbringelse. I de underliggende selskaber i denne koncern er der også flere selskaber, der ikke opfylder aktivkriteriet, da de har udlejning af grunde og bygninger til 3 mand, hvilket også anses for værende passiv kapitalanbringelse.

12.2 Hvordan løses udfordringer i forhold til pengetanksreglen

Som følge af ovenstående er det en udfordring, at Spille koncernen udgør en pengetank, da det af ABL §34, stk. 1 fremgår, at der kun kan succederes i selskaber, der i overvejende grad driver aktiv virksomhed, så med andre ord, kan der ikke foretages succession i selskaber med passiv kapitalanbringelse.

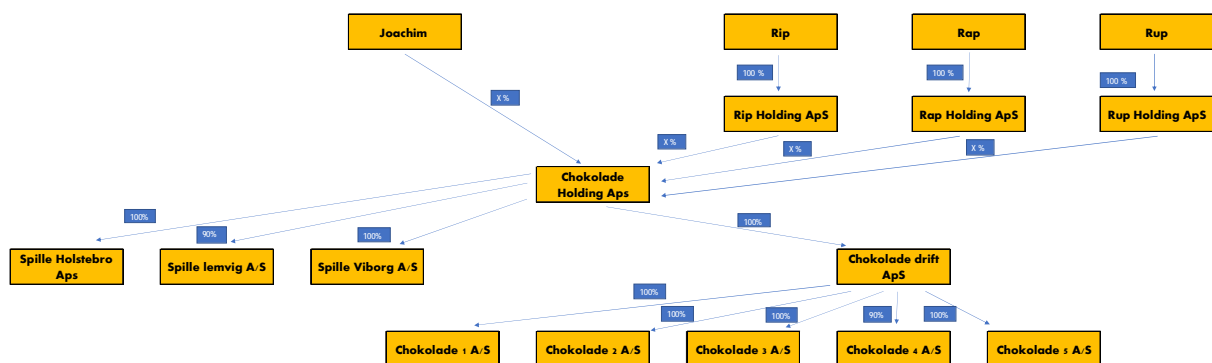
For at bedømme hvorvidt at indtægtskriteriet er opfyldt skal der tages en gennemsnit af de 3 seneste regnskabsår i selskabet, som nævnt i afsnit 8.3. Hvis selskabet har eksisteret i mindre end 3 år, skal bedømmelse ske alt som et gennemsnit af den tid, hvor selskabet har eksisteret.

Til opgørelsen at selskabet aktivmassive skal 4 målepunkter benyttes, aktivernes værdi på overdragelsestidspunktet samt et gennemsnit af de 3 seneste regnskaber. Udgør de passive

kapitalanbringelse mere end 50 % på enten overdragelsestidspunktet eller i gennemsnittet af de 3 år, så kan der ikke foretages succession. Det skal her bemærkes, at der i opgørelsen anvendes markedsværdier. Og da man i dette tilfælde ønsker at foretage omstruktureringen senest pr. 30/4 2023, så vil man til beregningen benytte følgende selskaber i beregningerne.

- 2020/2021 Chokolade Holding ApS samt Chokolade drift ApS
 - o Chokolade Holding ApS medregnes med 100 % og Chokolade drift ApS med 55 % (svarende til ejerandelen)
- 2021/2022 Chokolade Holding ApS samt Chokolade drift ApS
- 2020/2021 Chokolade Holding ApS, Chokolade drift ApS samt Spille Holding ApS
 - o Chokolade Holding ApS medregnes med 100 %, Chokolade drift ApS med 100 % og Spille Holding ApS med 100 %

For at kunne lave det mest optimale generationsskifte er det nødvendigt at foretage omstruktureringer i koncernen først. Ovenstående selskaber medtaget i beregninger i de respektive år tager udgangspunkt i, at man i første omgang foretager en skattefri aktieombytning af de 3 sønners holdingselskabs aktier i Chokolade drift ApS, som de på nuværende tidspunkt ejer 15 % af hver. Disse aktier skal ombyttes til aktier i Chokolade Holding ApS. Denne aktieombytning vil betyde, at drengenes ejerandel vil falde, da de bliver udvandet i og med, at faderen kommer med flere værdier end de gør. I dette tilfælde vil ejerandelen falde til under 10 %, hvilket er en ulempe, da udbytteerne dermed bliver skattepligtige. Strukturen herefter er illustreret nedenfor.



Figur 17 – Koncernstruktur efter aktieombytning. Egen tilskrivning

Årsagen til, at det er en fordel at foretage en skattefri aktieombytning først er, at Chokolade Holding ApS dermed vil eje 100 % af aktierne i Chokolade drift ApS, hvilket vil være en fordel set i forhold til beregningen af pengetanksopgørelsen. Dette skyldes, at man i pengetanksopgørelsen er nødt til at indregne aktiverne forholdsmæssigt i forhold til ejerandelen. Med den nuværende struktur i koncernen er dette en ulempe set i forhold til pengetanksopgørelsen, da man dermed kun kan medtage aktiverne i Chokolade drift ApS og de underliggende selskaber forholdsmæssigt, der på nuværende tidspunkt er 55 % og da det er i Chokolade drift ApS og de underliggende selskab, at størstedelen af erhvervsaktiverne ligger, så vil det for at komme udenom pengetanksreglen være fordelagtigt, at kunne medregne disse til 100%, hvilket vil være muligt på overdragelsesdagen, hvis denne ombytning er foretaget.

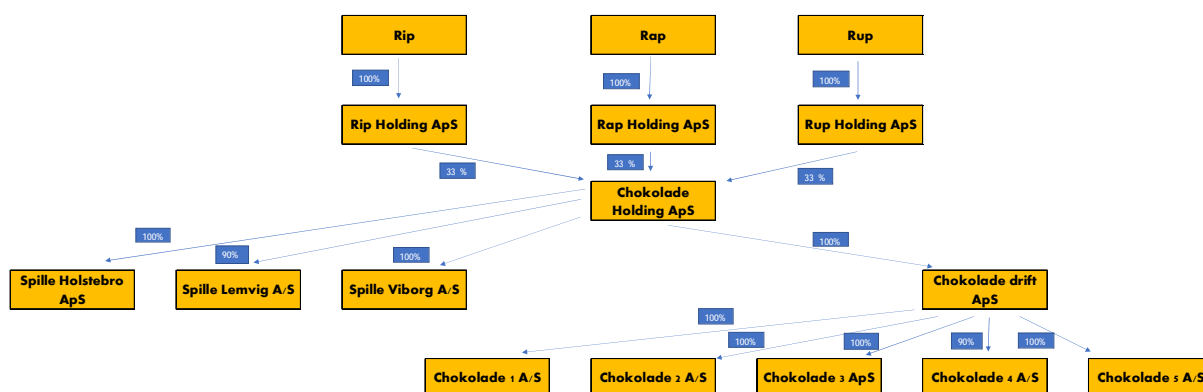
Næste trin er en yderligere omstrukturering inden det endelige generationsskifte. I den anden særskilte koncern er den ultimative modervirksomhed som førnævnt Spille Holding ApS. Spille Holding udgør en stor pengetank og man ønsker at kunne føre den med ind i generationsskiftet ved at foretage en vertikal fusion mellem Spille Holding ApS og Chokolade Holding ApS, hvor Spille Holding ApS bliver det selskab der likvideres i forbindelse hermed.

Dette kræver naturligvis at man opfylder betingelserne for at kunne succedere de to selskaber, hvor betingelsen pengetanksreglen umiddelbart kunne tyde på at være den største udfordring. Hvis ovenstående omstrukturering sker og SKAT godkender disse omstruktureringer, så vil erhvervsaktiverne udgøre over 50 % og successionen kan gennemføres. I forbindelse med opgørelsen skal det bemærkes, at man i denne sag har haft en udfordring, da man har lagt tæt på de 50 %, men her er kunden rådgivet til at udligne mellemregninger, nedbragt indestående og forsøge at øge erhvervsaktiver som eksempelvis varelagre mv.

I ovenstående afsnit er det nævnt, at det kræver at SKAT godtager denne omstrukturering. Der er tale om to store koncerner med store værdier, hvorfor mange fagpersoner er indblandet og materialet kommer igennem flere hænder af flere omgange. Konsekvensen ved, at der foretages fejl kan i sidste ende betyde, at omstruktureringerne bliver skattepligtige, hvilket vil udløse en stor skattebetaling. Af denne årsag er det en god ide at forsøge at minimere risikoen ved at søge om bindende svar hos SKAT.

Det forudsættes i det følgende, at ovenstående aktieombytning og efterfølgende fusion gennemføres uden videre i det følgende.

Efter at omstruktureringer er foretaget og den nye koncernstruktur er etableret ønskes at foretage den egentlige generationsskifte, ved at overdrage aktierne i Chokolade Holding ApS med skattemæssig succession ved afgivelse af gave til de 3 sønner jf. ABL §34. Koncernens struktur herefter er illustreret nedenfor.



Figur 18 – Koncernstruktur efter generationsskifte. Egen tilskrivning

12.3 Alternative løsninger på generationsskiftet.

Sker der mod forventning det, at det bindende svar ikke giver os muligheden for at kunne foretage de omstruktureringer, som beskrevet i afsnit 12.2, så er der forskellige andre alternativer til ovenstående beskrevet generationsskifteplan.

I og med, at hovedaktionæren, Joachim, har nået en alder, hvor generationsskiftet være nødvendigt at gennemføre indenfor en kortere årrække, så kunne den oprindelig generationsskifteplan være at foretrække.

En anden løsning ville dog være, hvis man fortsat foretog en skattefri aktieombytning af de 3 sønners holdingselskaber med nye aktier i Chokolade Holding ApS. Men herudover skulle hovedaktionær Joachim ombytte samtlige af sine aktier i Spille Holding ApS med nye aktier i Chokolade Holding ApS. Dette vil dog have den ulempe, at der opstår en 3-årig bindingsperiode på de ombytteaktier, hvilket også omtales Holding kravet. Holding kravet vil dermed medføre, at der ikke inden for 3 år efter ombytningsdatoen kan ske en afståelse af aktierne, da dette ville have den konsekvens, at den tidligere foretagne skattefri omstrukturering nu bliver skattepligtig. Dette kan dog blive en nødvendighed at vente de 3 år, for at få Spille Holding med ind i koncernen der så senere skal succederes med gave til børnene.

Ønsker hovedaktionæren og de øvrige involverede parter ikke at vente de 3 år, som er et krav, så kan det være nødvendigt at udføre en skattepligtig fusion mellem Spille Holding ApS og Chokolade Holding ApS, for at imødekomme familiens ønske om at samle alle selskaber under samme koncern, der skal blive i familiens ejerskab. Ulempen ved dette er, at der som en selvfølge medfølger en skattebetaling nu og her, som familien skal finansiere. Ved en skattepligtig fusion vil man som omtalt i afsnit 7.4, så vil den skattepligtige fusion blive ligestillet med en likvidation af Spille Holding ApS og selskabet vil blive avancebeskattet med 42 %. Og med værdien i selskabet jf. seneste regnskab, så er selskabet 180 millioner værd, hvilket vil give en skat på 75,6 millioner. Det vil have den negative betydning, at man er nødt til at realisere en del af aktiverne for at kunne betale skatten, men er de øvrige muligheder ikke en løsning som følge af, at SKAT ikke godtager løsningerne eller at det ikke er i overensstemmelse med den tid kunden er interesseret i at vente, så kan dette være den bedste løsning. Her er det ikke de økonomiske og dermed de hårde værdier, der er vigtigt, men derimod, de bløde værdier i form af, at familien oparbejdede livsværk skal føres videre i børnenes hænder.

12.4 Til hvilken værdi skal overdragelsen ske?

Når det er fastlagt hvad der skal overdrages og hvem der skal overdrages til, skal værdien af overdragelsen fastlægges. I afsnit 9 er der blevet redegjort for forskellige værdiansættelsesmetoder. På den baggrund vil der blive fastlagt hvilke metoder der skal anvendes for at få en optimal og retvisende værdiansættelse.

For at sikre at værdiansættelsen er retvisende er det besluttet at der vil blive anvendt to forskellige værdiansættelsesmetoder. Nedenfor vil der blive foretaget begrundelser for, hvilke værdiansættelser der er udvalgt.

12.4.1 De forskellige metoder

DCF-modellen

Ifølge FSR, PricewaterhouseCoopers og skat er DCF-modellen en af de mest anvendte værdiansættelsesmetoder. Den anses som værende teoretisk korrekt og yderst kompetent til brug for værdiansættelse af noterede og unoterede selskaber (*Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2019, 21. januar). Skat*).

For at benytte sig af DCF-modellen er det en forudsætning at man har mulighed for at komme med et velargumenteret bud på de fremtidige pengestrømme. Det kræver at man har kendskab, til virksomheden og markedet. I denne case har vi kendskab til såvel selskabet og markedet, da de har været kunde ved os i en årrække. DCF-modellen vurderes at være oplagt at benytte som en værdiansættelsesmetode af selskabet.

EVA-modellen

EVA-modellen er en kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel. Modellen er en udsvinger af DCF-modellen. De har derfor store ligheder. EVA-modellen og DCF-modellen kan anvendes til indbyrdes kontrolberegning for at opnå en højere sikkerhed for at værdiansættelsen er retvisende. EVA-modellen vil kun blive benyttet i vores case, hvis værdiansættelsesmetoderne viser sig at have en stor forskel i værdiansættelserne.

Multipler

For at anvende multipler til værdiansættelsen af selskaberne, kræver det at der kan findes sammenlignelige virksomheder. I denne case er det svært at finde sammenlignelige virksomheder.

Det havde været nemmere, hvis der var tale om selskaber på det børsnoterede marked. Udover kompleksiteten i at finde sammenlignelige virksomheder, er det også ressourcekrævende at skulle værdiansætte sammenlignelige virksomheder.

Cirkulære

Cirkulæret om værdiansættelse af aktier og anparter (*Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter, CIR nr. 45 af 28/marts/2000*), vurderes at være en hensigtsmæssig metode til værdiansættelse af case virksomheden. Vi har det data metoden har brug for til rådighed. Der skal bruges et substansprincip, hvor aktiverne bliver fratrukket gældsposterne, dertil skal der så tillægges goodwill og foretages korrektioner jf. afsnit 9,4 og 9,5.

Som beskrevet ovenfor er det besluttet at gå videre med DCF-modellen og Cirkulæret om værdiansættelse af aktier og anparter. Efter samtale med medarbejder i Beierholms skatteafdeling

er vi blevet anbefalet et benytte DCF-modellen, indre værdi herunder cirkulæret om værdiansættelse af aktier og anparter. Asgers vurdering stemmer godt overens med vores vurdering af de relevante metoder, som der er beskrevet ovenfor.

12.4.2 Værdiansættelse efter DCF-modellen

Nedenfor vil vi gå videre med værdiansættelsen. Den første model der er blevet taget i brug, er DCF-modellen.

DCF-modellen er beskrevet yderligere i afsnit 9.1.

For at bruge modellen er der taget udgangspunkt i tallene fra bilag 1 (sammenlægningen af koncernerne).

Det frie cash flow	År 0	År 1		År 2		År 3		År 4		År 5		År 6		År 7		År 8		År 9		År 10		Terminalværdi	
	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget		
Nettoomsætning	1.735.725	1.750.000	1.820.000	1.883.700	1.940.211	1.998.417	2.058.370	2.120.121	2.183.725	2.249.236	2.316.713	2.384.284	2.451.855	2.519.426	2.587.000	2.654.571	2.722.142	2.789.713	2.857.284	2.924.855	3.000.000	2.316.713	2.316.713
Indtægter i alt	1.735.725	1.750.000	1.820.000	1.883.700	1.940.211	1.998.417	2.058.370	2.120.121	2.183.725	2.249.236	2.316.713	2.384.284	2.451.855	2.519.426	2.587.000	2.654.571	2.722.142	2.789.713	2.857.284	2.924.855	3.000.000	2.316.713	2.316.713
Vareforbrug	1.594.235	1.600.000	1.664.000	1.722.240	1.773.907	1.827.124	1.881.938	1.938.396	1.996.548	2.056.445	2.118.138	2.181.631	2.246.924	2.314.017	2.382.910	2.453.603	2.526.096	2.600.389	2.676.482	2.754.375	2.834.068	2.118.138	2.118.138
Personaleomkostninger	72.681	74.000	76.960	79.654	82.043	84.505	87.040	89.651	92.340	95.111	97.964	100.899	103.924	107.039	110.244	113.539	116.924	120.399	123.964	127.619	131.364	97.964	97.964
Andre eksteme omkostninger	31.453	32.000	33.280	34.445	35.478	36.542	37.639	38.768	39.931	41.129	42.363	43.632	44.936	46.275	47.649	49.058	50.502	51.981	53.495	55.044	56.628	42.363	42.363
Driftsomkostninger i alt	1.698.369	1.706.000	1.774.240	1.836.338	1.891.429	1.948.171	2.006.617	2.066.815	2.128.819	2.192.684	2.258.465	2.326.173	2.395.804	2.467.353	2.540.822	2.616.221	2.693.556	2.772.836	2.854.061	2.937.231	3.022.356	2.258.465	2.258.465
EBIT	37.356	44.000	45.760	47.362	48.782	50.246	51.753	53.306	54.905	56.552	58.249	59.984	61.761	63.580	65.441	67.343	69.285	71.266	73.287	75.348	77.449	58.249	58.249
- investeringer	15.000	15.000	15.600	16.146	16.630	17.129	17.643	18.172	18.718	19.279	19.858	20.456	21.074	21.712	22.370	23.048	23.746	24.474	25.232	26.020	26.838	19.858	19.858
- betalt skat	8.218	9.680	10.067	10.420	10.732	11.054	11.386	11.727	12.079	12.441	12.815	13.203	13.606	14.024	14.457	14.905	15.368	15.846	16.339	16.847	17.370	12.815	12.815
Frit cash flow	14.138	19.320	20.093	20.796	21.420	22.063	22.724	23.406	24.108	24.832	25.577	26.343	27.130	27.938	28.767	29.617	30.488	31.380	32.293	33.227	34.182	25.577	25.577
NPV Frit cash flow	-	17.889	17.226	16.509	15.744	15.015	14.320	13.657	13.025	12.422	11.847	11.294	10.762	10.251	9.760	9.289	8.838	8.407	7.995	7.602	7.228	511.530	236.938

Opgørelse af værdi

NPV frit cash flow (år 1- år 10)	147.655
NPV terminalværdi	236.938
Dagsværdi af virksomhed	384.592

Figur 19 – Beregning DCF-model. Egen tilskrivning

Ovenfor er dagsværdien af Chokolade Holding ApS beregnet. Værdien er beregnet på baggrund af fusionen mellem Spille Holding ApS og Chokolade drift ApS.

I beregningen illustreres det at det frie cash flow stiger fra t.kr. 14.138 i år 0 til t.kr. 25.577 i år 10. Det frie cash flow stiger på baggrund af de budgetterede tal og de forventede vækstprocenter.

Efter beregningen af det frie cash flow, skal værdierne tilbagediskonteres for at beregne nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flow. De samlede tilbagediskonterede værdier udgør t.kr. 147.655.

Når vi har beregnet de tilbagediskonterede værdier, skal terminalværdien beregnes. Terminalværdierne er fastsat på baggrund af tallene fra år 10. Det frie cash flow af terminalværdierne er derefter divideret med forretningskravet. Derefter får vi en samlet terminalværdi på t.kr. 511.530.

Nu hvor vi har den beregnede terminalværdi skal den så ligeledes tilbagediskonteres. Den tilbagediskonterede værdi af terminalværdien udgør t.kr. 236.938.

Efter ovenstående beregninger kan vi så beregne dagsværdien af selskabet. For at beregne dagsværdien skal de tilbagediskonterede værdier ligges sammen. Det giver en samlet værdi af selskabet på t.kr. 384.592.

Forudsætningerne for beregningen er som følgende:

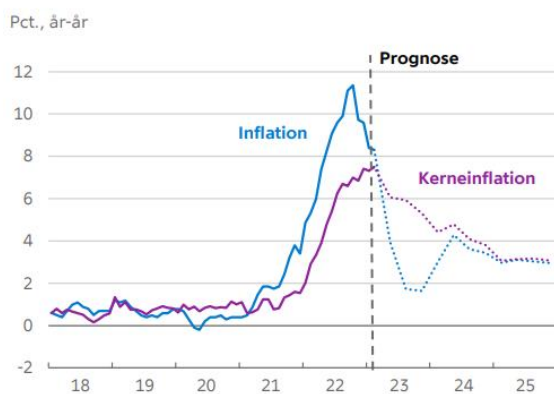
Diskonteringsrente: 8 %

Inflationen er fastsat efter nedenstående illustration.

	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8	Ar 9	Ar 10
Vækstforudsætninger	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget
Inflation	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Inflation	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Inflationstallene er fastsat på baggrund af nedenstående prognose fra Nationalbanken og Danmarks statistik.

Inflationen forventes at falde i 2023 Figur 3



Realiserede tal: Se bilag 1

12.4.3 Værdiansættelse efter cirkulære om værdiansættelse af kapitalandele og goodwill

For at værdiansætte selskabet efter cirkulæret om værdiansættelse af kapitalandele og goodwill, skal vi bruge årets resultat før skat fra de sidste tre år. Derudover skal der bruges en balance. Som udgangspunkt skal de regnskabsmæssige værdier efter korrektioner benyttes. Alternativt kan de skattemæssige værdier bruges efter korrektioner, som beskrevet i afsnit 9,5.

Chokolade Holding ApS har en aktivmasse på 679.634 t.kr. i aktivmassen skal der korrigeres for grunde og bygninger der skal indregnes til den offentlige vurdering med tillæg af tilgange siden seneste vurdering.

Den regnskabsmæssige værdi af grunde og bygninger udgør: 147.006 t.kr.
Den offentlige vurdering af grunde og bygninger udgør: 182.552 t.kr.

Den offentlige vurdering er en del højere end de regnskabsmæssige værdier. Siden de offentlige ejendomsvurderinger har fundet sted, er der ikke sket tilgange på grunde og bygninger, så der skal ikke reguleres yderligere.

På baggrund af ovenstående skal der ske en opskrivning af grunde og bygninger på 35.546 t.kr.

Efter ovenstående regulering skal der foretages en korrektion af den udskudte skat på baggrund af ændringer i værdien af ejendommene. Den udskudte skat udgør 22 % af forskellen på den regnskabsmæssige værdi og den skattemæssige værdi.

I dette tilfælde laver vi en korrektion, der øger den regnskabsmæssige værdi med 35.546 t.kr. Derfor vil den udskudte skat skulle korrigeres 22 % af beløbet, hvilket giver en korrektion på -7.820 t.kr.

Det giver en samlet korrektion på 27.726 t.kr.

Den resterende aktivmasse vurderes at være værdiansat på en retvisende måde og der er ikke behov for yderligere korrektioner til aktivmassen.

Cirkulæret foreskriver at ejendomme skal medtages til den seneste offentlige vurdering. Ifølge cirkulæret kan hjælpereglerne helt eller delvist fraviges, hvis der findes andre metoder, der vurderes at være mere retvisende. Derfor skal der foretages en vurdering af om de offentlige vurderinger er retvisende.

De offentlige ejendomsvurderinger på ejendommene er forholdsvis nye. Den ældste er fra 2020. Det er med til at indikeret at vurderingen er "up to date". Derudover er der foretaget stikprøvevis kontrol af lignende ejendomme, de steder hvor det har været muligt. Stikprøverne

af de sammenlignelige ejendomme der har været til salg, har vist at prisen pr. m², har matchet fint overens med den offentlige ejendomsvurdering.

Samlet set vurderes de offentlige ejendomsvurderinger at være retvisende. De medtages til den offentlige værdi fratrukket udskudt skat.

Værdiansættelse af goodwill sker efter cirkulæret om værdiansættelse af goodwill.

Goodwill skal som udgangspunkt værdiansættes efter et skøn over handelsværdien. For at kunne fastansætte et retvisende skøn er der udarbejdet en beregningsmodel. Modellen er beskrevet nærmere i afsnit 9,5. Modellen har til formål at udregne en værdi som en uafhængig tredjemand vil betale for goodwillen.

Nedenfor er der beregnet goodwill for case virksomheden. Beregningen vil kort blive beskrevet og vurderet.

Værdiansættelse af goodwill CIR nr. 44 af 28/03/2000	3. sidste år	2. sidste år	Sidste år
Resultat før finansielle poster	19.394	617	28.515
Reguleringer	-	-	-
Renteindtægter	5.023	14.765	7.090
Renteudgifter	- 3.747	- 3.748	- 14.227
Reguleret resultat	20.670	11.634	21.378

Jf. ovenstående ender det regulerede resultat i år 3 på 20.670 t.kr. I år 2 ender det på 11.634 t.kr. Sidste år endte resultatet på 21.378 t.kr. Der har ikke været poster i de sidste tre regnskabsår, der har medført at der skulle komme reguleringer.

Efter de regulerede resultater er beregnet, skal der beregnes et vægtet gennemsnit af resultaterne for de sidste 3 år.

Værdiansættelse af goodwill CIR nr. 44 af 28/03/2000	3. sidste år	2. sidste år	Sidste år
Resultat før finansielle poster	19.394	617	28.515
Reguleringer	-	-	-
Renteindtægter	5.023	14.765	7.090
Renteudgifter	- 3.747	- 3.748	- 14.227
Reguleret resultat	20.670	11.634	21.378
Vægtning	1	2	3
	20.670	23.268	64.134
Sum			108.072
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)			18.012

Som det fremgår ovenfor, så er den højeste vægtning sidste år og så falde den ned til 1 i år 3. Det skyldes at det seneste regnskab vurderes at skulle have størst indflydelse på beregningen af goodwillen. Det samlede vægtede resultat ender på 18.012 t.kr.

Herefter skal der tages stilling til om der er en udviklingstendens. For at der skal beregnes en udviklingstendens skal der have været en konstant positiv- eller negativ udvikling de seneste 3 år. I denne case vurderes der at være for store svingninger i år 2 i forhold til år 1 og 3.

Der skal foretages en forrentning af virksomhedens aktiver. Aktiverne der skal forrentes, er samtlige aktiver der er vigtige for den primære drift. Det vil siges at alle driftsfremmede aktiver skal fratrækkes. Det er blandt andet obligationer, pantebreve og tilkøbt goodwill der skal fratrækkes. Ligningsrådet har i en bindende forhåndsbesked, jf. SKM2001.132.LR udtalt at likvide midler som alt overvejende hovedregel skal holdes uden for forrentninger af aktiverne.

Værdiansættelse af goodwill CIR nr. 44 af 28/03/2000	3. sidste år	2. sidste år	Sidste år
Resultat før finansielle poster	19.394	617	28.515
Reguleringer	-	-	-
Renteindtægter	5.023	14.765	7.090
Renteudgifter	- 3.747	- 3.748	- 14.227
Reguleret resultat	20.670	11.634	21.378
Vægtning	1	2	3
	20.670	23.268	64.134
Sum			108.072
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)			18.012
Udviklingstendens			-
			18.012
Forrentning af aktiver 3 % af 417.912			- 12.537
Rest til forrentning af goodwill			5.475

Ovenfor er der foretaget en forrentning af aktiverne. Aktivmassen udgør 679.634 t.kr. heraf er der fratrukket 261.722 t.kr. Det vil sige at aktiverne der er tilbage til forrentning udgør 417.912 t.kr.

De resterende aktiver skal så forrentes med kapitalafkastsatsen jf. VSL §9, plus 3 %. Det vil sige at renten skal fastsættes til nationalbankens opgjorte kassekreditrente de første seks måneder af et regnskabsår. I nedenstående billede kan vi se at renten var på omkring 0 % det første halvår af 2022. Derfor er forrentningen fastsat til 3 %, som giver en forrentning på 12.537 t.kr. som så skal fratrækkes de 18.012 t.kr.



Figur 20 – Foliorente. Kilde: Danmarks Nationalbank

Vi kan dog også se at renten er stigende i den efterfølgende periode, hvilket vil have givet en anden værdiansættelse. Men i og med at der jf. VSL §9, skal tages de første 6 måneder af regnskabsåret så er det perioden fra 2022 der er medtaget i casen.

Herefter skal der beregnes en kapitalisering på baggrund af forholdet mellem det forventede afkast og goodwillens forventede levetid. Her sker forrentningen med kapitalafkastsatsen jf. VSL §9, plus 8 %. Så det er på samme grundlag som forrentningen af aktiverne bare at det er 8 % i stedet for 3 %.

Kapitaliseringsfaktoren skal fastsættes i forhold til den aktuelle levetid på goodwillen. Der er flere faktorer der spiller ind for levetiden på goodwill. Det kan dog være svært at fastlægge levetiden, så i praksis bliver den ofte fastsat til 7 år. I vores case er der ikke specielle forhold der gør at levetiden skal være længere eller kortere, så i vores beregning er levetiden sat til 7 år.

Tabellen nedenfor viser hvilken faktor der skal bruges alt efter hvor lang levetid der er skønnet.

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									

I vores case vil vi skulle bruge en kapitaliseringsfaktor på 2,83, idet vi har en løbetid på 7 år og en rente på 8 %.

Nu hvor vi har kapitaliseringsfaktoren skal den ganges på vores rest til forrentning af goodwill efter forrentningen af aktiver.

	18.012
Forrentning af aktiver 3 % af 417.912	- 12.537
Rest til forrentning af goodwill	5.475
Kapitaliseringsfaktor 2,83 (8% over 7 år)	15.493
Den beregnede goodwillværdi bliver således	15.493

Det giver så en samlet værdi af goodwill på 15.493 t.kr.

Samlet værdi

Efter korrektioner af ejendomsværdier og beregning af goodwill og dertilhørende regulering af udskudt skat, kan den samlede værdi af selskabet nu beregnes.

Værdiansættelse efter cirkulære	
Egenkapital	354.425
Ejendomme, bogført værdi tilbageført	- 147.006
Ejendomme, offentlig vurdering	182.552
Udskudt skat	- 7.820
Goodwill jf. beregning	15.493
Udskudt skat	- 3.409
I alt	394.236

Ovenfor er egenkapitalen fra regnskabet medtaget. Så er den regnskabsmæssige værdi af ejendommene tilbageført, hvorefter de offentlige værdier af ejendommene er kommet ind i stedet for. Goodwill er beregnet efter den tidligere viste beregning. Der er beregnet udskudt skat af både reguleringen af ejendommene og den beregnede goodwill.

Det giver en samlet værdiansættelse på 394.236 t.kr.

12.4.4 Vurdering af værdiansættelsesmetoder

Navn	DCF	TSS Cirkulærer
Værdiansættelsestype	Branche kutyme	SKAT Hjælperegulering
Handelsværdi t.kr.	<u>384.592</u>	<u>394.236</u>

I tabellen ovenfor er de to modeller værdiansættelser sat op imod hinanden. DCF-modellen har værdiansat virksomheden til 384.592 t.kr. mens Cirkulæret har værdiansat virksomheden til 394.236 t.kr. Det er en forskel på 9.644 t.kr. Beløbet svarer cirka til 2 % af værdien.

Det er to forskellige værdiansættelsesmetoder, idet DCF-modellen primært fokuserer på de fremtidige pengestrømme og de tilbagediskonterede værdier heraf.

Cirkulæret fokuserer på resultatet fra de seneste 3 år og balancen fra det seneste regnskabsår. Det er dermed primært de tidligere regnskabstal modellen benytter til udregningen af værdien.

Men hvilken værdi skal anvendes? Begge modeller anses som teoretiske korrekte af skat. Skat bruger selv begge metoder til at værdiansætte virksomheder.

Den mest fordelagtige værdiansættelse for erhverver og overdrager vil være DCF-modellen da den for overdrager udløser en lavere beskatning og der kan overdrages til sønnerne til en lavere pris. Men er den retvisende?

Det vurderes at begge værdiansættelser er retvisende. Vi har haft informationer nok til rådighed, om både fremtidige pengestrømme mv. til DCF-modellen og de realiserede resultater til Cirkulæret til at det vurderes at være værdiansat korrekt.

I og med at Skattestyrelsen særligt koncentrerer sig om DCF-modellen, da den anses som teoretisk korrekt og at det er den mest anvendte metode, så vurderes det at være forsvarligt at gå videre med værdiansættelsen fra DCF-modellen.

Hvis DCF-modellen og Cirkulæret havde været længere fra hinanden, vil der skulle udføres yderligere handlinger. Det kunne f.eks. være at der skulle gøres brug af yderligere værdiansættelsesmetoder for at vurdere, hvilken metode der har ramt et skævt resultat.

13 Konklusion

Generationsskifte udgør et stort område indenfor revisionsbranchen. Generationsskifte ses i mange former og størrelser alt fra den lokale tømrer til den store familieejede koncern. Det er os nu bekendt efter udarbejdelsen af projektet, at det er et rådgivningsemne, med mange regler, praksisser og forudsætninger, der bør tages stilling til, af samme årsag står det nu klart, hvorfor disse rådgivningsopgaver og udarbejdelsen heraf ligger ved erfarne medarbejdere og eller med inddragelse af skattemedarbejdere.

Ordet planlægning må anses for værende et nøgleord, når man snakker om generationsskifte. Det kan være nødvendigt at komme i gang i god tid, da der kan være behov for omstruktureringer før det egentlige generationsskifte skal foretages.

Der er flere forskellige omstrukturingsmodeller. Der er mulighed for at foretage en både skattepligtig og skattefri omstrukturering. En skattepligtig omstrukturering sidestilles med en likvidation af det overdragende selskab og der sker dermed en avancebeskatning i forbindelse med overdragelsen og erhverver opnår nye anskaffelsessummer og dermed afskrivningsgrundlag, idet overdragelsen sker til handelsværdi. En skattefri omstrukturering tager udgangspunkt i principperne for skattemæssig succession. Ved en skattemæssig succession indtræder erhverver i overdragets skattemæssige position. Skatten udskydes dermed og forbliver latent, hvilket er en likviditetsmæssig fordel, som man med fordel kan benytte sig af.

Når planen for gennemførelsen af generationsskiftet er udarbejdet og det dermed står klart, hvilke omstruktureringer, der skal til og hvem der skal overdrages til, så er det nærliggende at finde ud af, hvilken værdi der skal overdrages til.

Der er flere forskellige metoder, der kan anvendes til at værdiansætte en virksomhed. Skat har anerkendt flere modeller til brug herfor. Der kan benyttes alt fra modeller der værdiansætter efter sammenlignelige virksomheder, modeller der værdiansætter efter historiske tal eller modeller der værdiansætter efter fremtidige cash flow.

Der kan være flere forskellige motiver for, hvilke metoder der skal anvendes til værdiansættelsen. Der er parter der ønsker en høj værdiansættelse også kan der være parter der ønsker en lav værdiansættelse. Skattestyrelsen skal dog vurdere værdien til at være retvisende ellers kan de afvise værdiansættelse.

Efter samtale med erfarne skattemedarbejdere og revisorer er der i vores case blevet gjort brug af DCF-modellen og Cirkulæret om værdiansættelse af kapitalandele og goodwill.

Efter udregningen er begge værdiansættelser blevet vurderes som værende retvisende. Der er en forskel på ca. 2 %, hvilket vurderes som værende en minimal forskel.

Det er værdiansættelsen fra DCF-modellen der blev valgt at gå videre med.

Grunden til at det blev DCF-modellens værdi der blev valgt at gå videre med, er at værdien vurderes at være retvisende og metoden derudover også er den mest fordelagtige i vores case da modellen har værdiansat selskabet til en lidt lavere værdi, hvilket er en fordel i denne case, idet der så kan overdrages til sønnerne til en lavere pris og til en lavere beskatning hos overdrager.

For at illustrere, hvordan et generationsskifte i praksis kan gennemføres, er der taget udgangspunkt i en case med to særskilte koncerner og samme hovedaktionær, der ønsker at overdrage virksomheden til sønnerne. I casen er der en udfordring set i forhold til penge-tanksreglen, hvorfor det før at generationsskiftet er nødvendigt at foretage omstruktureringer i koncernen for at sikre det mest optimale generationsskifte for netop klienten. Omstruktureringerne består i første omgang af en aktieombytning af sønnernes aktier i Chokolade drift ApS til aktier i Chokolade Holding ApS. Dette af hensyn til opgørelsen af pengetanken for at opfylde aktivkriteriet i forhold til indregningen af de erhvervsmæssige aktiver. Dernæst en vertikal fusion mellem de to moderselskaber for henholdsvis spillekoncernen og chokoladekoncernen, for at få hele koncernen samlet under et, så at hovedaktionæren (faderen) afslutningsvist kan overdrage aktierne i Chokolade drift ApS til de 3 sønner ved en skattemæssig succession med overdragelse ved gave.

Det er dermed konklusionen, at der ikke ligger et facit for, hvordan en værdiansættelse og et generationsskifte skal gennemføres. For at sikre et optimalt generationsskifte er det en forudsætning, at man kender de involverede parter samt selskaberne i et sådant omfang, at man kan udarbejde henholdsvis værdiansættelsen og rådgive om, hvilke muligheder der er for generationsskiftet, da der er stor forskel på de enkelte kunders behov og ønsker til fremtiden og intet generationsskifte er ens.

14 Perspektivering

Efter udarbejdelsen af dette afgangsprøje står det klart for os, at værdiansættelse samt generationsskifte er to meget store komplekse rådgivningsemner, hvor man kan fortsætte med at dykke dybere ned i de bagvedliggende regelgrundlag og praksisser.

I og med, at der som indledningsvist blev nævnt, sker generationsskifte i forskellige skalaer, lige fra den lille lokale tømrermester til en af de helt store familieejede virksomheder, så er det også et yderst relevant rådgivningsemne, som bliver uundgåeligt at støde på i revisionsbranchen.

For at yde den bedste service ønsker vi dermed med denne opgave at reflektere over, hvad man kunne have gjort bedre set i bakspejlet, da det er denne måde, at man fortsat sikrer at kunne levere den rådgivning, der sikrer den mest optimale løsning for den enkelte kunde.

I den benyttede case har statsautoriseret revisor, Henrik Bjerre, sat som underskrivende revisor de sidste 20 år. Han kender dermed den bagvedliggende familie samt koncernen yderst godt og har arbejdet med dem igennem en lang periode. Af samme årsag er Henrik Bjerre adspurgt, hvad han mente, at man kunne have gjort bedre i denne proces.

Ifølge Henrik Bjerre ville man gerne have været i gang tidligere, hvilket er en hyppigt hørt udfordring, men her nævnes også, at dermed kunne have valgt et mere optimalt tidspunkt for gennemførelsen af enten hele eller dele af generationsskiftet til sønnerne. Her tænkes der på bestemt på gaveafgiften.

I og med, at hovedaktionær Joachim ønsker at afgive sine anparter i Chokolade Holding ApS til de 3 sønner, så er det satsen for gaveafgift en vigtig faktor, da dette har en betydning, for den afgift, der skal betales ved afgivelse af gaven. Bemærk, at der i nedenstående ikke tages højde for det afgiftsfrie gavebeløb i nedenstående, da dette er vurderet uvæsentlig taget tallene i betragtning.

Set i bakspejlet ville det for Joachim have været optimalt at have afgivet en del af gaven tilbage, hvor gaveafgiften var lav. Gaveafgiften udgør i dag 15 %. Det vil sige, at der ved en afgivelse af gave på 300 millioner, som vi antager, at Joachims andel af Chokolade Holding

ApS er værd ved gaveafgivelse på grundlag af den i afsnit 12.4.4 værdiansættelse af selskabet, så vil gaveafgiften udgøre 45 millioner kroner, som er likviditet, som Joachim privat skal ud at finde. Her ville man med fordel sørge for at udlodde en del udbytte inden overdragelsen, så der er taget likviditet ud af selskabet til at dække afgiften.

Men gaveafgiften har som sagt været lavere. I 2017 valgte den daværende borgerlige regering at nedsætte bo- og gaveafgiften fra 15 % til 5 %. Gaveafgiften skulle falde i mindre intervaller, så den i 2016 og 2017 lød på 13%, 2018 7 %, i 2019 6 % og i 2020 5 %. Dette blev der imidlertid sat en stopper for, da den nye socialdemokratiske regering pr. 1/1 2020 stoppede nedsættelsen af afgiften og igen hævede den til de nuværende 15 %. Tager vi igen udgangspunkt i en værdiansættelse på 300 millioner, så ville dette for Joachim have betydet, at han eksempelvis i 2020 kunne have betalt 5 % i gaveafgift, svarende til 15 millioner. Der havde dermed været en besparelse på 30 millioner set i forhold til, hvad det ville koste i dag.

Der kan ikke ændres på fortiden, men det kan give læring til fremtiden. Og med den viden om, at man kunne have sparet et stort beløb i gaveafgift tidligere, så er det derfor også relevant nu at undersøge gaveafgiften og dette er ikke uvæsentligt, der i den nuværende regerings regeringsgrundlag af den 14. december fremgår, at man ønsker at nedsætte bo- og gaveafgiften fra 15 % til 10 %. (*Skak, T.B., Havgaard, J.P. & Nielsen, A.F. (2022, 19. december). Nyt regeringsgrundlag indeholder nedsat afgift ved generationsskifte. ey.com.*) En gaveafgift sats på 10 %, vil betyde en gaveafgift til betaling på 30 millioner ved den samme værdiansættelse som benyttet tidligere og dermed en besparelse på 15 millioner sammenlignet med de nuværende 15 %. Det skal dog her bemærkes, at der ikke foreligger noget konkret på, hvornår at dette skulle træde i kraft.

På grundlag af tidligere erfaringer er det derfor i rådgivningen af kunden vigtigt, at der bliver oplyst om, at denne nedsættelse kunne gå hen og blive en realitet, men det ikke vides hvornår. Herefter er det op til kunden om man ønsker at afvente og få den mulige besparelse eller om kunden ønsker at se bort fra den mulige nedsættelse, hvis eksempelvis man havde et ønske om at generationsskiftet og dermed overdragelsen af gaven skulle ske nu, taget deres situation i betragtning.

15 Litteraturliste

Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2019, 21. januar). Skat. skat.dk/data.aspx?oid=1813206#_ftnref9

Black-Scholes modellen. (s.d.). Investorbloggen. <https://investeringsbloggen.dk/black-scholes-modellen/>

Chen, J. (2022, 4. juni). Binomial Option Pricing Model. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/binomialoptionpricing.asp>

Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill, CIR nr. 44 (2000). <https://www.retsinformation.dk/eli/mt/2000/44>

Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anpartar, CIR nr. 45 af 28/marts/2000 (2000). <https://www.retsinformation.dk/eli/mt/2000/45>

DCF-modellen. (2019, 21. januar). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207>

Den juridiske vejledning 2023: C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession. (2023, 31. januar). skat.dk. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1946385>

Den juridiske vejledning 2023: C.D.5.1 Fusioner - skattepligtige. (2023, 31. januar). skat.dk. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1945129>

Dich Mortensen, J. (2020). Eksternt regnskab. I: J. Dich Mortensen (Red.), Eksternt regnskab (s. 178-178). Hans Reitzels.

Dich Mortensen, J. (2020). Eksternt regnskab. Hans Reitzels.

Earn out. (s.d.). Selskabsadvokaterne. <https://www.selskabsadvokaterne.dk/ordbog/earn-out/>

Erhvervsbeskatning. (2020). I: Karnov. Group (Red.), *Selskabs- fonds- og foreningsbeskatning* (s. 705-706). Karnov Group Denmark A/S.

EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax). (s.d.). Skat. Lokaliseret den 21. januar 2019 på <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813245&chk=216301>

EV/NOPAT (Enterprise Value / Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). (2019, 21. januar). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813247&chk=216301>

EV/SALES (Enterprise Value / Sales). (2019, 21. januar). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813246>

EVA-modellen. (2019, 21. januar). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813239>

Fusion og spaltning af virksomheder og selskaber. (s.d.). bdo.dk. <https://www.bdo.dk/da-dk/services/skat/omstrukturering-og-omdannelse/fusion-og-spaltning>

Havgaard, J. P., Skak, T. B. & Nielsen, A.F. (2022, 15. december). Succession ved generationsskifte tilsidesat med tilbagevirkende kraft. *ey.com*. https://www.ey.com/da_dk/tax/succession-ved-generationsskifte-tilsidesat-med-tilbagevirkende-kraft

Hayes, A. (2023, 31. marts). Black-Scholes modellen. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/blackscholes.asp>

Kromann Reumert, M. (s.d.). Earn out. Kromann Reumert. <https://kromannreumert.com/hvad-er-earn-out-hvilke-juridiske-udfordringer-er-forbundet-med>

Likviditetsbaseret metode. (s.d.). virksomhedskober. <https://virksomhedskober.dk/likviditetsbaseret-metode/>

Optioner. (s.d.). Nordnet. <https://www.nordnet.dk/dk/marked/optioner>

P/E (Price/Earnings). (s.d.). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813242>

PWC. (2021, 6. april). *Danske familieejede virksomheder klarer sig bedre gennem pandemien end de globale*. <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/danske-familieejede-virksomheder-klarere-sig-bedre-gennem-pandemien-end-de-globale?publisherId=90624&releaseId=13619206>

Sandalgaard, N. (2022). Oversigt over de vigtigste formler HD-dag 1. HDR-E22.

Skak, T.B., Havgaard, J.P. & Nielsen, A.F. (2022, 19. december). Nyt regeringsgrundlag indeholder nedsat afgift ved generationsskifte. *ey.com*. https://www.ey.com/da_dk/tax/nyt-regeringsgrundlag-indeholder-nedsat-afgift-ved-generationsskifte

Thorning, C. (2022, 5. december). *De havde allerede økonomiske problemer, de fik hjælp under coronakrisen – nu går flere konkurs*. Finansdanmark.dk. <https://finansdanmark.dk/nyheder/2022/december/de-havde-allerede-oekonomiske-problemer-de-fik-hjaelp-under-coronakrisen-nu-gaar-flere-konkurs/>

Værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier. (2023, 31. januar). Skat. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1949889>

16 Bilag

16.1 Bilag 1 – Resultatopgørelse og balance efter fusion af koncern

Resultatopgørelse	2021/22
Nettomsætning	1.735.725
Andre driftsindtægter	5.695
Vareforbrug	- 1.594.235
Andre eksterne omkostninger	- 31.453
Personaleomkostninger	- 72.681
Af- og nedskrivninger	- 14.932
Andre driftsomkostninger	396
Andre finansielle indtægter	7.090
Andre finansielle omkostninger	- 14.227
Skat af årets resultat	- 4.771
Årets resultat	16.607

Resultatopgørelse	2020/21
Nettomsætning	1.547.678
Andre driftsindtægter	7.058
Vareforbrug	- 1.437.685
Andre eksterne omkostninger	- 28.293
Personaleomkostninger	- 67.888
Af- og nedskrivninger	- 20.061
Andre driftsomkostninger	- 192
Andre finansielle indtægter	14.765
Andre finansielle omkostninger	- 3.748
Skat af årets resultat	- 3.042
Årets resultat	8.592

Aktiver	
Goodwill	5.250
Grunde og bygninger	147.006
Andre anlæg	26.421
Andre kapitalandele	87.177
Deposita	1.552
Varelager	110.683
Tilgodehavende salg	132.543
Andre tilgodehavende	123.766
Periodeafgrænsning	1.259
Likvider	43.663
Aktiver i alt	679.320
Passiver	
Egenkapital	354.425
Gæld	30.677
Leverandører	138.606
Anden gæld	148.504
Selskabsskat	5.085
Udskudt skat	2.023
Passiver i alt	679.320

Resultatopgørelse	2019/20
Nettomsætning	1.502.839
Andre driftsindtægter	5.426
Vareforbrug	- 1.380.007
Andre eksterne omkostninger	- 30.482
Personaleomkostninger	- 65.622
Af- og nedskrivninger	- 12.686
Andre driftsomkostninger	- 74
Andre finansielle indtægter	5.023
Andre finansielle omkostninger	- 3.747
Skat af årets resultat	- 4.120
Årets resultat	16.550