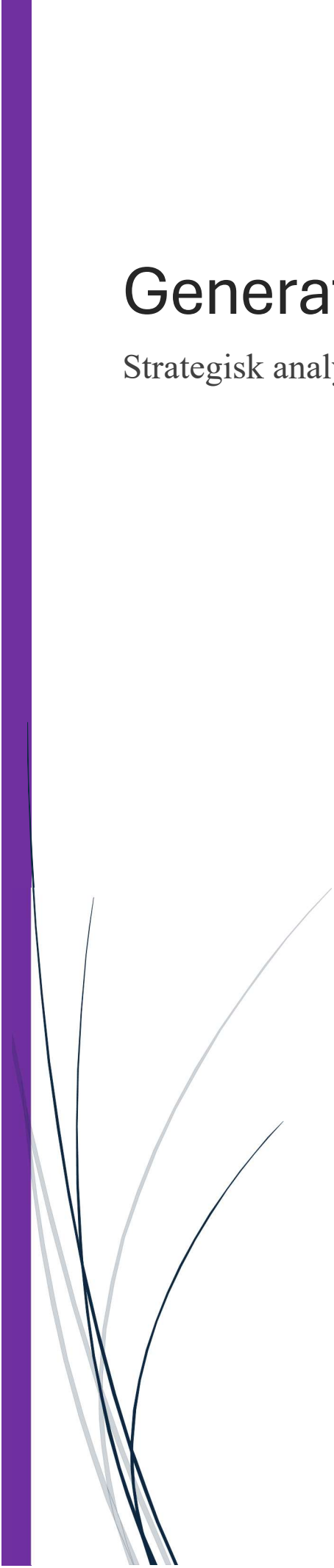




Generationsskifte

Strategisk analyse og implementering

Afgangsprojekt HDR

Gruppe: 17

Forfattere:

Maria Szekrenyes

Simon Utoft

Mette Harreby Hartmann

Vejleder: Tom Vestergaard Frandsen

Antal anslag: 171.690

Afleveringsdato: 13. maj 2024

Indholdsfortegnelse

1. Engelsk resume	1
2. Indledning.....	2
2.1 Problemstilling og problemformulering.....	3
2.3 Afgrænsning	3
2.4 Metode.....	4
2.5 Strukturen.....	5
2.6 Empiri/kildekritik	6
2.7 Teori.....	7
2.8 Forkortelser, begreber og formler – hjælpeformler.....	7
2.8.1 Forkortelser	7
2.8.2 Begreber og formler – hjælpeformler.....	7
3. Generationsskifte i levende live	8
3.1 Generelle overvejelser.....	9
3.2 Delkonklusion	11
4. Metoder for generationsskifte	11
4.1 Aktie- eller anpart overdragelse	11
4.2 Successionsoverdragelse af aktier.....	12
4.2.1 Pengetanksreglen.....	13
4.3 A/B modellen.....	16
4.4 Delkonklusion	17
5. Værdiansættelsen.....	18
5.1 Formålet med værdiansættelse	19
5.2.1 Faktorer som kan påvirke værdiansættelsen	19
5.3 Metoder for værdiansættelse	21
5.3.1 DCF -modellen.....	22
5.3.2 Multipel værdiansættelse/ Handelsværdimetoden	26
5.3.3 TSS-cirkulærerne 2000-09 Værdiansættelse af aktier og anparter	27
5.3.4 TSS-cirkulærerne 2000-09 værdiansættelse af goodwill	29
5.4. Delkonklusion	33
6. Omstruktureringsmodeller ved generationsskifte	34
6.1 Fusioner.....	35
6.1.1 Skattepligtige fusion – kort beskrivelse af begrebet	36
6.1.2 Skattefri fusion	36

6.2 Skattefri omstruktureringer med tilladelse – det subjektiv spor	37
6.2.1 Skattefri spaltning med tilladelse	38
6.2.2 Aktieombytning med tilladelse.....	38
6.3 Skattefri omstruktureringer uden tilladelse – det objektive spor	41
6.3.1 Spaltning uden tilladelse	41
6.3.2 Tilførsel af aktiver uden tilladelse	43
6.3.3 Aktieombytning uden tilladelse.....	43
6.4 A/B modellen.....	44
6.5 Delkonklusion	44
7. Præsentation af casevirksomheden.....	45
7.1 Værdier.....	45
7.2 Selskabet konstruktion	47
8. Analyse af casevirksomheden	48
8.1 Markedsanalyse	48
8.1.1 Politiske faktorer	48
8.1.2 Økonomiske faktorer.....	49
8.1.3 Sociale faktorer	51
8.1.4 Teknologiske faktorer.....	52
8.1.5 Miljømæssige faktorer.....	52
8.1.6 Lovmæssige faktorer	53
8.1.7 Opsummering	54
8.2 Porters five forces.....	55
8.2.1 Trusselsniveau fra nye indtræder.....	55
8.2.2 Trusselsniveau fra substitutter	56
8.2.3 Forhandlingsstyrke fra leverandører	57
8.2.4 Forhandlingsstyrke fra købere.....	59
8.2.5 Konkurrenceintensitet inden for branchen	60
8.3 Delkonklusion	61
9. Værdiansættelse af A-Leaf A/S	61
9.1 DCF-Modellen	61
9.1.1 Step 1 – Bestemmelse af cash flow for budgetperioden	62
9.1.2 Step 2 – Tilbagediskontering af cash flowet	63
9.1.3 Step 3 – Bestemmelse af terminalværdien	64
9.1.4 Step 4 – Tilbagediskontering af terminalværdien	65

9.1.5 Step 5 – Beregning af værdien af A-Leaf A/S	65
9.2 Multipel værdiansættelse/ Handelsværdimetoden	66
9.3 Værdiansættelse af goodwill	68
9.4 Værdiansættelse af A-Leaf A/S samlede værdier ifølge cirkulær 2000-09 og 2000-10	73
9.5 Delkonklusion	73
10. Generationsskifte A-Leaf A/S	74
11. Konklusion	79
12. Litteraturliste og referencer	81

Figur liste

Figur 1: Egen tilvirkning, opgavens struktur	5
Figur 2: Plancher fra undervisning, generationsskifteprocessen.....	8
Figur 3: Planche fra undervisningen, overblik over processen	10
Figur 4: Egen tilvirkning, aktie eller anpart overdragelse.....	11
Figur 5: Egen tilvirkning, successionsoverdragelse af aktiver.....	12
Figur 6: Egen tilvirkning, overdragelse A/B modellen	16
Figur 7: Skat, beregning Enterprise value	23
Figur 8: Skat, beregning Enterprise value to periodisk.....	24
Figur 9: Skat, illustrering af etaper DCF-modellen.....	26
Figur 10: Skat, illustration på levetidens betydning for kapitaliseringsfaktoren	33
Figur 11: Egen tilretning, organisationens opbygning	47
Figur 12: Egen tilvirkning, Frit cash flow	63
Figur 13: Egen tilvirkning, Budget	64
Figur 14: egen tilvirkning, nutidsværdi af cash flow	65
Figur 15: Egen tilvirkning, diskonteringsforudsætning	65
Figur 16: Egen tilvirkning, markedsværdi af egenkapital.....	65
Figur 17: Egen tilvirkning, værdiansættelse ud fra P/E og P/B	67
Figur 18: Aktiekursen på SP Group A/S pr. 31.12.2022	67
Figur 19: Danmarks Nationalbank, Folierente	71
Figur 20: Skat forskellige faktorer skønnede levetid	72
Figur 21: Egen tilvirkning, ejerskab børnenes Holdingselskab	75
Figur 22: Egen tilvirkning, stiftelse af A-Leaf Group A/S	75

Figur 23: Egen tilvirkning, Overdragelse til ALAL Group Holdingselskab ApS	76
Figur 24: Egen tilvirkning, Stiftelse af Founder Holdingselskab ApS.....	77
Figur 25: Egen tilvirkning, overdragelse til ægtefælle.....	78

Bilagsliste

Bilag 1 – Resultat 2022 + Budget 2022-29

Bilag 2 – Balance 2022

Bilag 3 – Beregning efter DCF – modellen

Bilag 4 – Beregning efter Multipel – metoden

Bilag 5 – Beregning efter Cirkulær 2000-10 – Goodwill

Bilag 6 – Opsummering af virksomhedsværdier

Bilag 7 – Aktiekursen på SP Group A/S pr. 31.12.2022

Bilag 8 - Årsrapport 2022 for SP Group A/S

Bilag 9 – Transskription af interview med Morten Søndergaard - leder, finansiering og virksomhedshandler, kompetencer center erhverv, Jyske Bank

Bilag 10 - Transskription af interview Lars Vindfeldt Skals – advokat (L) og Partner, Kasus Advokater

1. Engelsk resume

This assignment is about uncovering the possibilities in a family-owned business for generational change. Since the generational change must be between dependent parties and family members, the tax authority has strict guidelines for it to be on market terms, and on an equal footing with the other representatives on the market.

This task will try to describe the most important elements to be reckoned with during a generational change and describe possible reconstructions for tax optimization for both parties. In order to get answers to issues at generational change, we will use sources from previous decisions in generational change as well as the legislation in this area and the experts' books.

The legislation in Denmark allows, in a generational change, that family-owned companies will go through a lot of restructuring before the real generational change takes place, in order to optimize the tax. These restructurings depend on the shape and size of the company.

Theoretical descriptions provide a basic direction for possibilities, where the case with fictitious numbers will involve optimal solutions at the end of the assignment.

The trading value of a company is decisive in the generational change, as previously mentioned especially between dependent parties. For this, tax authorities have clear guidelines and circulars, which are assessed by experts not to always express the market value, due to the choice of these, as well as the company's size and position in the market.

This assignment will describe 4 different methods for valuing companies:

1. Discounted cash flow method (DCF)
2. Multiples method
3. Circular for valuation capital shares
4. Circular for valuation of goodwill.

The ending values will finally compare in order to assess the most optimal value in relation to tax.

In Denmark, generally have a fairly high tax footprint, this also applies to gift tax, which is often involved in a change of generations. This has varied from 5% (2019) to 15% (2020), which will according to the plan be lowered to 10% from 2025. The importance of planning a generational change will be expressed by going through the theoretical aspects as well as the case, since there may be several elements that can change the process, since the choice of

valuation model will determine the tax payment for parties. In the selected case, however, gift tax does not trigger a change of generations, as we highlight the restructuring option and the transfer to the children with financing as a promissory note.

In order to fulfill the business owner's wish to hand over his life's work to his 4 children, we will use our knowledge, including methods declared by tax authorities, to assess and estimate the value of the business and see the possibilities regarding the restructuring of the company.

2. Indledning

I Danmark er familieejerskabet den altdominerende ejerskabsform. Det er næsten ni ud af ti aktive aktie- og anpartsselskaber, der er klare familievirksomheder (Bennedsen & Meisner Nielsen). Derfor har det stor betydning for det danske samfund, at disse virksomheder bliver videreført. Flere af Danmarks største virksomheder er familieledet og har været det gennem generationer, som fx Lego, Grundfos, Jysk og Ecco. Men for det danske samfund er små og mellemstore familievirksomheder også en vigtig del af samfundsudviklingen. Ifølge beregninger foretaget af Dansk Erhverv er ca. 790.00 danskere beskæftiget i en familieejet virksomhed i 2022, hvilket svarer til ca. 36 pct. af den samlede private beskæftigelse, samtidig står disse virksomheder for en betydelig andel af dansk eksport (DanskErhverv, 13-9-2022).

Danske virksomheder konkurrerer med lande omkring os, der ikke er omfattet af de samme skattemæssige rammevilkår, som danske virksomheder er, hvilket er med til at svække virksomhedernes internationale konkurrenceevne. I vores nabolande Sverige, Norge og Tyskland udløser et generationsskifte ikke som i Danmark en skattebetaling. I Danmark kan et generationsskifte være dyrt og kompleks.

Der har gennem længere tid været politisk fokus på at lempe denne skattebetaling. Fra 2016 til 2020 blev den såkaldte ”generationsskifteskat¹” gradvis nedsat fra 15% til 5%.

Det fremgår af regeringens 2023-plan, at den ønsker at lette vilkårene for generationsskifte i familieejede virksomheder.

¹ lempelsen af bo- og gaveafgiften ved overdragelse af erhvervsvirksomhed

Et generationsskifte er omfattet af forskellige juridiske og skattemæssige overvejelser, og vil have betydelig indflydelse på virksomhedens fremtid. Det er derfor vigtigt at planlægge et generationsskifte i god tid og lave en grundig undersøgelse af konkrete muligheder.

Når et generationsskifte foretages og dermed en virksomhedsoverdragelse vil det være forbundet med skattemæssige konsekvenser for såvel modtager som overdrager. Som udgangspunkt vil en virksomhedsoverdragelse udløse avancebeskatning. For at undgå avancebeskatningen ved et generationsskifte findes der successionsmuligheder, hvilket betyder, at der ikke finder realisering sted, og beskatningen derfor bliver udsat.

2.1 Problemstilling og problemformulering

For at undersøge hvordan et generationsskifte bedst kan gennemføres, vil vi med udgangspunkt i en konkret case analysere, hvorledes et generationsskifte bedst kan gennemføres i familien inden for en overskuelig fremtid. Far har etableret virksomheden, men han ønsker, at hans 4 børn i fremtiden skal være en del af virksomheden. Han vil derfor gennemføre et generationsskiftet således, at overdragelsen kan ske på de mest hensigtsmæssige vilkår for både ham selv, børnene og virksomhedens fremtidige drift. Ud fra følgende problemformulering, vil vi opstille underspørgsmål til besvarelse i opgaven.

”Hvordan gennemføres et optimalt generationsskifte, der sikrer den mest optimale løsning for både far og børn i virksomheden A-Leaf A/S?”

- Hvad er de grundlæggende elementer, overvejelser og planlægningsstrategier, der skal tages i betragtning ved forberedelsen af et kommende generationsskifte?
- Hvad er de forskellige generationsskiftemodeller, der kan anvendes, herunder fordele og ulemper ved disse modeller?
- Hvad er mulighederne ift. en fremtidig virksomhedsstruktur?
- Hvad er finansieringsmulighederne, som sikrer den bedste løsning for både far og børn?

2.3 Afgrænsning

Opgaven vil være afgrænset til generationsskifte i levende live. Der bliver således ikke behandlet generationsskifte ved død. Årsagen til afgrænsningen skyldes, at opgavens primære problemstilling er generationsskifte for en specifik virksomhed.

Der vil også være en afgrænsning i forhold til generationsskifte ved almindelig overdragelse, da en almindelig overdragelse som udgangspunkt blot vil medføre almindelig avancebeskatning efter de gældende regler. Hvis det drejer sig om en personligt drevet virksomhed, der overdrages, vil avancebeskatningen typisk følge reglerne i skattelovens § 45 og ved aktieoverdragelse vil avancebeskatningen være omfattet reglerne i aktieavancebeskatningsloven, specifikt § 6, som regulerer avanceopgørelsen.

Årsagen til denne begrænsning skyldes, at en almindelig virksomhedsoverdragelse primært finder sted ved overdragelse mellem eksterne partner, hvor successionsmulighederne ikke kan anvendes, samt at vores problemstilling omhandler generationsskifte i familien.

Generationsskifter til nære medarbejdere vil ligeledes ikke blive behandlet i opgaven af samme årsag.

Generationsskifte involverer en bred vifte af begreber og komplekse lovregler, som typisk sammenlignes med det omfattende emne omstrukturering og virksomhedsoverdragelse. I denne opgave vil fokus primært være en beskrivelse af mulige metoder ved omstruktureringer, værdiansættelsen af overdragelsesaktivet og optimering af strategiske etaper, og derfor vil skattefri virksomhedsomdannelse ikke blive behandlet.

2.4 Metode

I denne opgave vil vi beskrive generationsskifteprocessen og hertil relaterede problemstillinger. Vi vil uddybe de mest typiske muligheder/modeller, og ud fra casevirksomheden A-Leaf A/S analyserer mulighederne for generationsskifte ud fra deres konkrete situation og ønsker.

For at opnå et solidt grundlag for beslutningstagning vil denne opgave undersøge værdiansættelse ved handel mellem nærtstående parter samt forskellige omstrukturings- og generationsskiftemodeller, der anses for relevante i den pågældende casevirksomhed.

Teorien der præsenteres, stammer fra undervisningsmaterialer samt de aktuelle love og forskrifter udstedt af myndighederne. Første del af opgaven består af en generel teoretisk gennemgang, som i sidste del af opgaven vil blive anvendt på de praktiske problemstillinger, der opstår i forbindelse med planlægning af generationsskifte i casevirksomheden, hvilket vil bidrage til en bedre forståelse for opgavens målgruppe.

Hvert generationsskifte er unikt på grund af de individuelle beslutninger der træffes af de involverede parter, og derfor er det ikke formålet med denne opgave at præsentere en endegyldig løsning. Derimod vil vi præsentere løsningsmodeller, som vurderes at være mest hensigtsmæssig for familien i casevirksomheden. Vores fokus for opgaven vil være at anskueliggøre de faktorer, som familien skal tage hensyn til, samt de overordnede rammer for et generationsskifte, så familien til sidst har et solidt beslutningsgrundlag.

Afslutningsvis vil der blive givet en objektiv anbefaling til familien, som vurderes at være mest hensigtsmæssig for alle involverede parter.

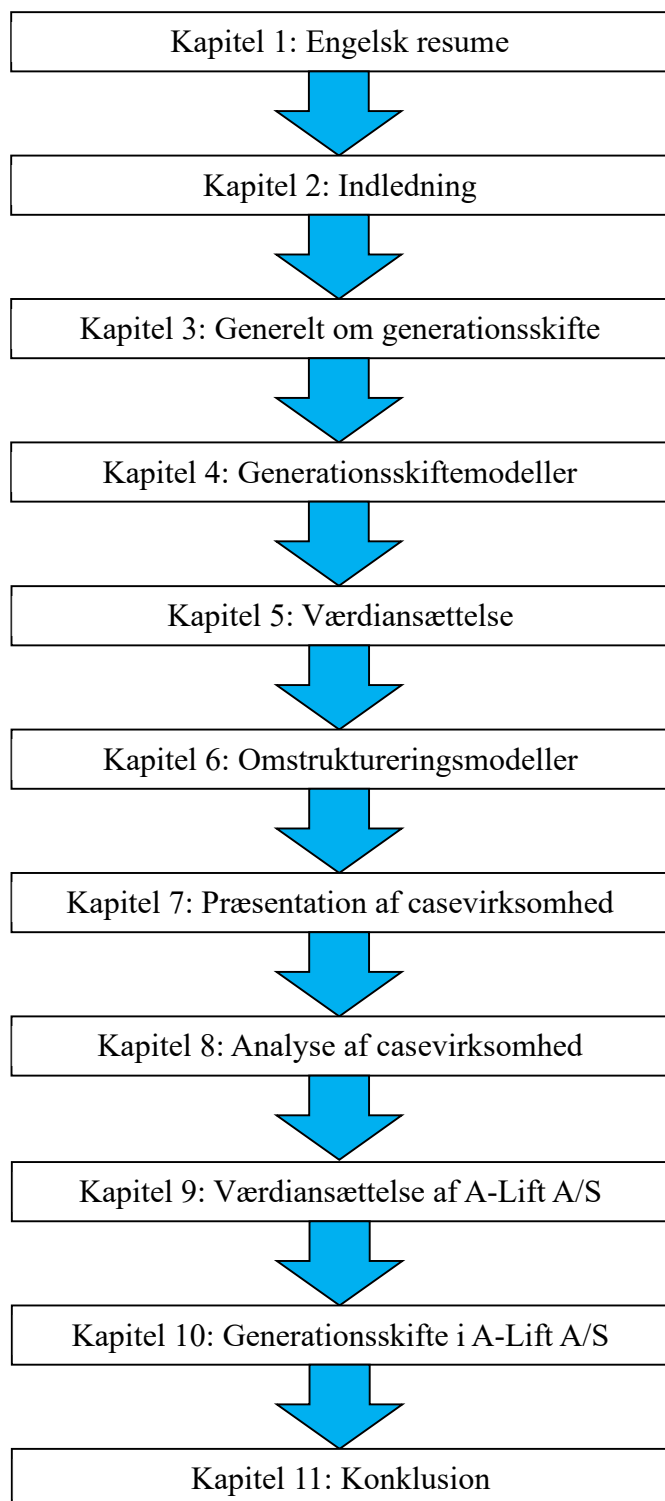
Tallene anvendt i beregningerne er fra regnskabsåret 2022.

2.5 Strukturen

Opgavens struktur er illustreret i figur 1.

Opgaven er bygget op ved, at der først bliver præsenteret en indledning, som beskriver opgavens emne om generationsskifte. Herefter vil problemstillingen og problemformuleringen blive fremstillet til beskrivelse af opgavens formål, og hvilket problem opgaven har til formål at belyse. Dernæst ses en afgrænsning, der har til formål at beskrive, hvordan vi afgrænser emnet generationsskifte så fokuset er på opgavens specifikke problemstilling og rundes af med en begrebsafklaring.

Videnskabsteorien vil blive beskrevet herefter. Det er det grundlæggende paradigme, for hvordan vi antager verdenen, og hvordan vi undersøger emnet med en forståelse, som bliver udbygget for hver gang, vi laver en analyse og indsamler empiri til brug for denne analyse. Det metodiske afsnit har til formål



Figur 1: Egen tilvirkning, opgavens struktur

at belyse, hvilke metoder til at analysere der er anvendt i rapporten. Samtidigt belyser det, hvilke undersøgelser der ligger til grund for analysen og konklusionen samt den afsluttende anbefaling.

For hvert afsnit kommer der først en redegørelse af begrebet, som afsnittet omhandler for at give en forståelse for begrebet. Rapporten starter med en generel beskrivelse af generationsskifte, som beskriver de forskellige elementer i processen. Det har til formål at skabe et overblik over de regler, der findes på området og mulighederne for forskellige konstruktioner.

Herefter vil mulighederne og forløbet af et generationsskifte blive analyseret med udgangspunkt i casevirksomheden, for at skabe et billede af, hvordan processen vil være. Der vil blive lavet konkrete beregninger, som virksomhedsejeren kan bruge som beslutningsgrundlag.

Afslutningsvis vil der blive opstillet en konklusion, som skal samle op på de svar, rapporten har givet, og herefter en objektiv anbefaling til hvad vi mener, er den bedste model for generationsskiftet i casevirksomheden.

2.6 Empiri/kildekritik

Til udarbejdelse af denne opgave vil vi anvende både sekundært og primært data, og generelt vil alle kilder, der bliver anvendt i opgaven blive gennemgået på baggrund af en validitets- og reliabilitets vurdering, da ikke alle data altid er af en kvalitet og pålidelighed, som gør, at man ukritisk kan anvende dem.

Til at redegøre for reglerne og mulighederne for generationsskifte vil vi anvende objektiv sekundære data som vores undervisningsmateriale, love/direktiver og andre offentlige dokumenter, som må anses for at være absolut troværdige og retvisende.

Den sekundær data vil bestå af lovgivning, uafhængige undersøgelser og artikler mv. Dette materiale vil være fundet ved internetsøgning, og vi vil derfor være særlig opmærksomme på, hvem kilden er og kun anvende kilder, som vi vurderer, kan anses for troværdige og professionelle.

Den primær data vil være selvindsamlede data ved interviews. I forbindelse med gennemførelsen af undersøgelserne er det nødvendigt at være særlig kritisk i forhold til

validiteten og reliabiliteten samt andre fejlkilder. Ydermere vil vi forholde os kritisk til, hvorvidt vores empiriske data er af pålidelig og valid karakter.

2.7 Teori

Igennem opgaven er der anvendt teori fra vores studieforløb på Aalborg Universitet samt vores respektive arbejdspladser, for herved at danne et troværdigt grundlag for analysen. Den teori som er anvendt i opgaven til analysen, er specifikt udvalgt for at opnå det bedst mulige resultat.

2.8 Forkortelser, begreber og formler – hjælpeformler

Liste over anvendte forkortelser, samt forklaring på begreber og formler.

2.8.1 Forkortelser

T_c – skatteprocent

EBIT – Earning before interest and tax = Resultat før renter og skat

Net capital expenditure = Nettoinvesteringer

WCR = arbejdskapital (ΔWCR er stigning/fald i WCR)

Depreciation expense = afskrivninger

P/E – Price/earning

EV – Enterprise value

EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

SFL – Skatteforvaltningsloven

EF – Den Europæiske Unions Domstol – EU – Domstol

E=Market value of the firm's equity

D=Market value of the firm's debt

$V=E+D$

R_e =Cost of equity

R_d =Cost of debt

T_c =Corporate tax rate

2.8.2 Begreber og formler – hjælpeformler

A-Leaf = A-Leaf A/S

Free cash flow = $EBIT(1 - T_c) + \text{Depreciation expense} - \Delta WCR - \text{Net capital expenditure}$ (+/- justering for poster uden likviditseffekt: garantihensættelser, hensættelser til tab på debitorer, udskudt skat)

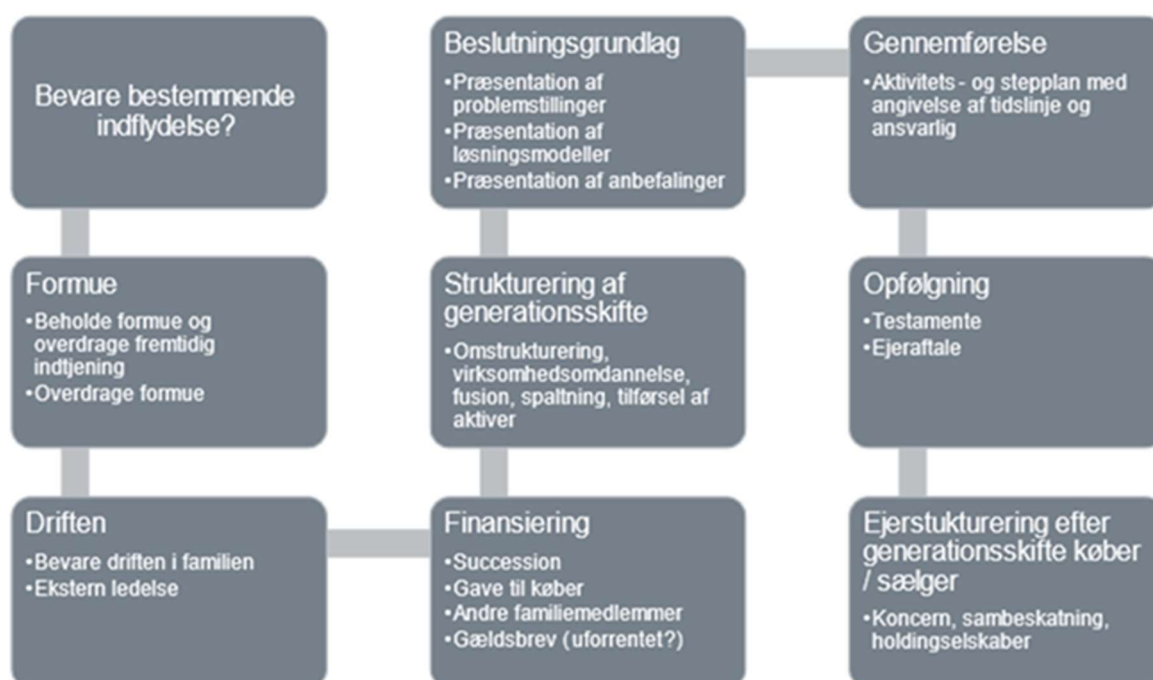
3. Generationsskifte i levende live

Generationsskifte er en proces, hvor lederskabet og ejerskabet af en virksomhed helt eller delvis overføres fra en generation til den næste. Dette sker typisk ved, at den nuværende ejer og leder planlægger at træde tilbage og overdrage virksomheden til børn eller andre nære familiemedlemmer.

Generationsskifte involverer ofte mange komplekse overvejelser, herunder juridiske, økonomiske, skattemæssige og familiemæssige aspekter.

Planlægningen af et vellykket generationsskifte indebærer typisk en strategisk tilgang, der kan omfatte trinvis handlinger såsom udvælgelse af en efterfølger, træning og udvikling af den nye leder, overførsel af ejerskab og lederskab samt sikring af virksomhedens kontinuitet og værdier. Et veltilrettelagt generationsskifte er af afgørende betydning for at sikre, at virksomheder fortsætter med at trives og udvikle sig samtidig med at familiens interesser og relationer bevares og styrkes. Det kræver omhyggelig planlægning, kommunikation og samarbejde mellem alle involverede parter samt at man starter processen i god tid.

Processen



Figur 2: Plancher fra undervisning, generationsskifteprocessen

3.1 Generelle overvejelser

Generationsskifte i en familievirksomhed indebærer en række overvejelser på flere områder. Her er nogle af de vigtigste:

Familieforhold: Det er vigtigt at overveje familiens dynamik, relationer og mål. Dette inkluderer at identificere interesserede familiemedlemmer, der ønsker at overtage virksomheden, og at håndtere eventuelle konflikter eller rivaliseringer mellem familiemedlemmer. I overvejelserne om, hvordan den nye ejerstruktur skal se ud, er også en stor del af et kommende arvespørgsmål, hvilket kan give anledning til uenigheder mellem familiemedlemmerne. Derfor er god kommunikation inden for familien afgørende for at sikre en vellykket gennemførelse af generationsskiftet. Alle relevante parter skal have klarhed over deres rettigheder, pligter og forventningerne til dem under processen, så der ikke opstår uoverensstemmelser og tvister.

Forretningsforhold: Det er nødvendigt at evaluere virksomhedens forhold, så som økonomiske tilstand, konkurrenceposition, ESG, vækstpotentiale og strategiske retning. Dette vil typisk indebære at der udføres forskellige analyser af virksomheden, som fx PESTEL, Porters five forces, SWOT og regnskabsanalyser.

Juridiske og skattemæssige overvejelser: Generationsskifte kan have betydelige juridiske og skattemæssige konsekvenser, herunder ejendomsretlige spørgsmål, beskatning af ejerskabs- og lederskifte og overholdelse af relevant lovgivning og regulering. Det er vigtigt at konsultere både juridiske og skattemæssige eksperter for at sikre at processen gennemføres korrekt og mest effektivt.

Der vil også være privatøkonomiske overvejelser forbundet med generationsskiftet for alle involverende parter. Det kan være til finansiering af købet over overtageren og en skattebetaling for sælgeren.

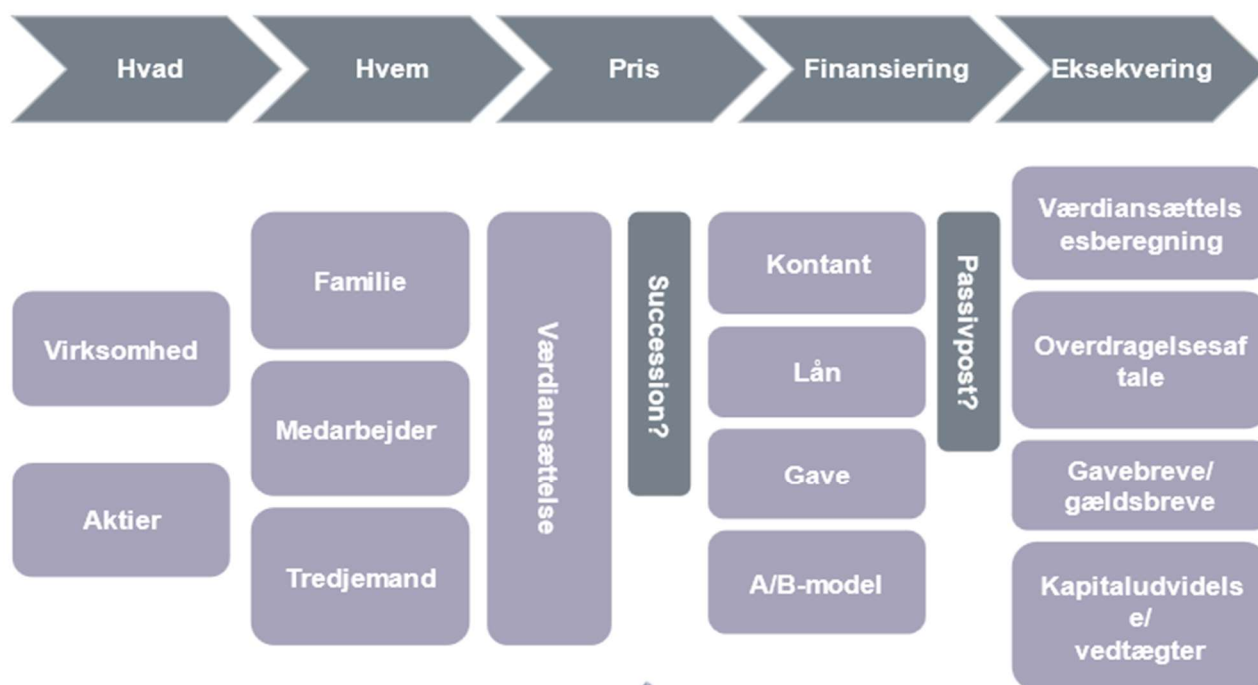
Lederskabsudvikling: At identificere og forberede en efterfølger til at overtage lederskabet af virksomheden er afgørende og kræver tid til oplæringen. Dette kan indebære at give den potentielle efterfølger relevant uddannelse, træning og mentorstøtte samt at skabe muligheder for dem til at udvikle sig og opbygge deres ledelseskapacitet.

Kontinuitetsplanlægning: Det er vigtigt at der udvikles en klar plan for, hvordan virksomheden vil fungere under og efter generationsskiftet er gennemført. Dette kan omfatte at fastlægge roller og ansvarsområder for nøglemedarbejdere, etablere nødplaner og sikkerhedskopier samt sikre en glidende overgang for kunder, leverandører og andre interessenter.

Kommunikation: Åben og ærlig kommunikation er afgørende for en vellykket generationsskifteproces. Det er vigtigt at inddrage alle relevante interessenter, herunder familiemedlemmer, medarbejdere, kunder og leverandører, og at kommunikere klart om planerne, målene og forventningerne til fremtiden for virksomheden.

Disse overvejelser er alle komplekse og kræver altså omhyggelig planlægning, samarbejde og klarhed for at sikre gennemførelsen af en vellykket generationsskifteproces.

Overblik over processen



Figur 3: Planche fra undervisningen, overblik over processen

3.2 Delkonklusion

Generationsskifte er en kompleks proces, hvor leder/ejerskabet overdrages helt eller delvis til næste generation. Det indebærer mange overvejelser omkring familiemæssige og forretningsmæssige forhold, ligesom der er flere juridiske og skattemæssige overvejelser i forhold til, hvordan generationsskiftet kan foretages mest hensigtsmæssigt for alle de involverende parter. En korrekt, strukturelt og detaljeret plan samt god kommunikation er alt afgørende for et vellykket generationsskifte.

4. Metoder for generationsskifte

Når et generationsskifte skal foretages, skal der vælges, hvilken form for overdragelsesmodel der skal anvendes. Valget vil have stor indflydelse på, hvordan generationsskiftet skal planlægges og gennemføres.

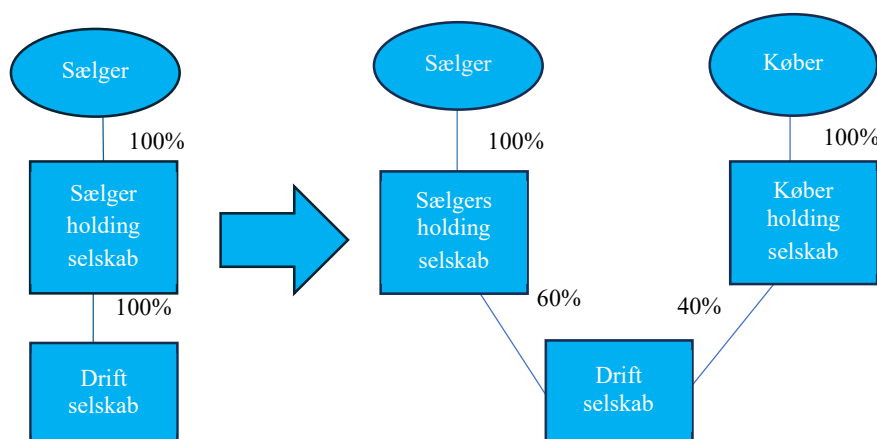
- Aktie- eller anpart overdragelse
- Successionsoverdragelse af aktier
- A/B aktiemodel

4.1 Aktie- eller anpart overdragelse

Sælgers holdingselskab sælger andel af driftsselskabets anparter/aktier til købers nystiftede holdingselskab til handelsværdi. Typisk via gældsbrief mellem de to holdingselskaberne, men købet kan også ske ved egen/fremmedfinansiering.

Ved gældsbrief mellem holdingselskaberne afvikles gælden ved modtagelse af udbytter. Man skal være opmærksom på, at der er krav om min. 10% ejerskab for modtagelse af udbytte samt at andelen/indflydelsen kan betyde sambeskatning.

Et skattepligtigt køb af anparter/aktier giver ingen skattemæssig konsekvens for



Figur 4: Egen tilvirkning, aktie eller anpart overdragelse

køber, men kan stille høje krav til finansieringen. Der stilles ingen krav fra Skat, derfor vil denne metode være billig i forhold til omkostninger til advokat og revisor.

Fordelen ved denne metode er, at den er hurtig og nem at benytte.

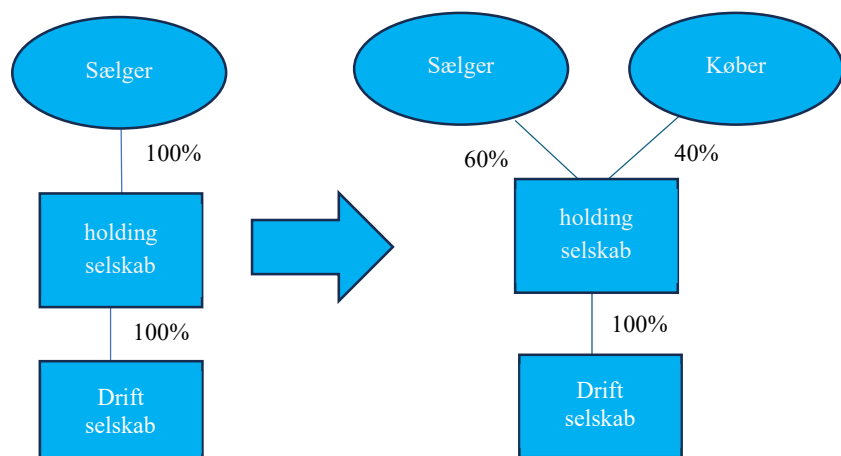
Ulemperne er, at køber får evt. ukendte krav, og forrentningen af gælds brevet skal ske til markedsværdi. Det er ikke muligt at afdrage gælds brevet via gaver, da denne konstruktion ikke indebærer en gæld i personlig regi.

Denne metode er således fordelagtig, hvis anparterne/aktiernes værdiansættelse er lav, da dette derved også kun vil udløse en lille avance, som giver en lille beskatning til sælger. Skattebetalingen vil blive opgjort straks efter salget og udskydes ikke som ved mange andre modeller.

4.2 Successionsoverdragelse af aktier

Sælger overdrager en del af sine kapitalandele i holdingselskabet med succession. Sælger beskattes ikke af sin fortjeneste, men køber overtager den udskudte skat på kapitalandelene (rabat via passivpost). Salget kan finansieres via gave og gælds brev.

Ved successionsoverdragelse overdrages den skattemæssige stilling i forbindelse med overdragelsen af virksomheden. Det vil sige, at man udskyder skattebetalingen til senere. Det er således ikke en skattefri overdragelse. For overdrager betyder brugen af skattemæssig succession, at vedkommende ikke bliver beskattet af fortjenesten ved afståelsen af virksomheden. For køber indebærer det, at vedkommende træder ind i sælgers skattemæssige position med hensyn til anskaffelsestidspunkt og anskaffelsessum. Dette betyder, at køber overtager en latent skattebyrde.



Figur 5: Egen tilvirkning, successionsoverdragelse af aktiver

Hvis køber på et tidspunkt igen overdrager med skattemæssig succession, vil den nye ejer også træde ind i den oprindelige ejers skattemæssige position. Dette betyder, at skattemæssig succession i teorien kan fortsætte ubegrænset, så længe betingelserne for reglerne er opfyldt (Kim Pedersen, Generationsskifte og strukturering, 1. udgave).

Ifølge ABL §34 regulerer lovgivningen successionsmulighederne i forbindelse med generationsskifter. Ifølge disse regler kan en familieoverdragelse i levende live kun foretages til visse familiemedlemmer, herunder overdragerens børn, børnebørn, søskende, søskendes børn eller søskendes børnebørn. Derudover ligestilles stedbarns- og adoptivbarnsforhold med de nævnte slægtsforhold. Det er ikke tilladt at overdrage med skattemæssig succession direkte til svigerbørn, en svoger eller en svigerinde, jf. ABL §34, stk. 1. Skattemæssig succession mellem ægtefæller er heller ikke omfattet af denne bestemmelse, da overdragelse af aktier mellem ægtefæller vil ske med succession i henhold til KSL §26 B (Den Juridiske Vejledning 2021-2, C.B.2.13.1).

For at må lave et generationsskifte med skattemæssig succession, skal yderligere betingelser være opfyldt:

- Successionen skal ske til en skattepligtig person til Danmark jf. KLS §1
- Mindstegrænse på 1% af aktiekapitalen jf. ABL §34 stk. 2.
- Selskabet som overdrages, må ikke i overvejende grad bestå af passiv kapitalanbringelse jf. ABL §34 stk. 3. (Pengetanksreglen jf. stk. 6)
- Investeringselskaber som er omfattet af ABL §19 B eller 19 C kan ikke overdrages med skattemæssig succession jf. ABL §34 stk. 4.

4.2.1 Pengetanksreglen

En essentiel forudsætning for at overdrage aktier/anparten med skattemæssig succession er, at selskabets primære aktivitet ikke hovedsageligt er passiv kapitalanbringelse. Aktiviteten anses for at være hovedsageligt passiv kapitalanbringelse, hvis en af følgende betingelser er opfyldt:

- Mindst 50% af selskabets samlede aktivværdi på overdragelsestidspunktet eller i gennemsnit over de seneste 3 regnskabsår udgøres af aktiver, der anses for passiv kapitalanbringelse.

- Indtægter fra aktiver, der anses for passiv kapitalanbringelse, udgør mindst 50% af selskabets samlede indtægter i gennemsnit over de seneste 3 regnskabsår.

Disse beregninger inkluderer kun selskabets aktiver og indtægter (dvs. bruttoomsætning), hvor selskabets passiver og udgifter ikke tages i betragtning.

I dom SKM2023.168, har Højesteret bekræftet, at afgrænsningen af aktiver, der betragtes som passiv kapitalanbringelse, ikke kun kan baseres på aktivtypen alene, men kræver en individuel vurdering.

Generelt anses finansielle aktiver og fast ejendom som passiv kapitalanbringelse, med visse undtagelser som beskrevet nedenfor. Dog har den seneste praksis også identificeret andre aktiver, som efter en grundig vurdering kan kategoriseres som passiv kapitalanbringelse.

Finansielle aktiver

Alle finansielle aktiver er som udgangspunkt passiv kapitalanbringelse. Dette inkluderer værdipapirer, likvide midler, og tilgodehavender, såsom interne gældsposter i koncernen. Praksis har desuden udvidet denne definition til at omfatte tilsvarende aktiver som kryptovaluta og guldbarre, uafhængigt af hvorvidt selskabet driver forretning med disse aktivtyper.

Dog undtages følgende finansielle aktiver fra denne betegnelse:

- Handelsdebitorer, hvilket dækker kortfristede tilgodehavender fra salg af varer eller tjenester.
- Den del af kontantbeholdningen, der oprinder fra forudbetalinger fra kunder og som er øremærket til at blive videreført til selskabets underleverandører til den pågældende kundeleverance.
- Aktier og anparter i andre selskaber, hvor selskabet besidder en ejerandel på minimum 25%. I disse tilfælde skal selskabet i stedet inkludere sin andel af handelsværdien af det pågældende selskabs samlede aktiver og indtægter samt den procentdel, der klassificeres som passiv kapitalanbringelse, i overensstemmelse med den såkaldte transparensregel.

Fast ejendom

Som udgangspunkt kategoriseres alle faste ejendomme som passiv kapitalanbringelse. Der er dog visse undtagelser:

- Ejendomme, der anvendes aktivt i selskabets kerneforretning, såsom drifts- og domicilbygninger. Dette inkluderer også ejendomme ejet af et koncernselskab, der udlejes

til et andet koncernselskab, der anvender ejendommen i sin primære erhvervsmæssige aktivitet.

- Udlejning af fast ejendom anses ikke som aktiv erhvervsmæssig virksomhed. Afgrænsningen mellem aktiv drift og udlejning er ikke altid klar i praksis. Skatterådet har tidligere fastslået, at et parkeringshus og en hotelejeendom anses for at være anvendt i aktiv drift. Dog konkluderede Skatterådet i en anden sag, vedrørende et kontorhotel, at ejendommen ikke udgjorde aktiv drift, men derimod udlejningsejeendom og dermed passiv kapitalanbringelse.
- Næringsejendomme, som er ejendomme ejet af selskaber, der beskæftiger sig med køb og salg af fast ejendom med henblik på videresalg. Dette kræver dog, at ejendommen ikke har været udlejet eller kun har været midlertidigt udlejet i en kort periode.
- Landbrugs- eller skovejendomme, der er forpagtet ud. Forudsat at ejendommen er bortforpagtet, anses den ikke som passiv kapitalanbringelse. Landsskatteretten har fastslået, at en virksomheds investering i en skovejendom i udlandet skulle betragtes som passiv kapitalanbringelse, da ejendommen ikke var bortforpagtet, og der ikke var dokumentation for aktiv deltagelse i driften.

Andre aktiver

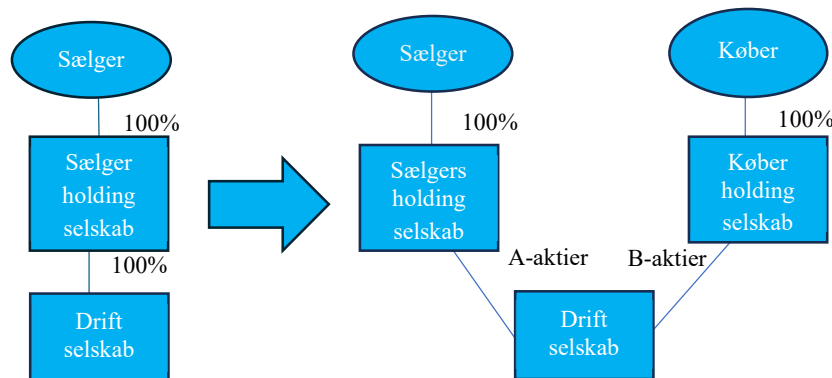
I dommen SKM2023.168 har Højesteret fastslået, at aktiver, der betragtes som passiv kapitalanbringelse, ikke kun kan begrænses til finansielle aktiver og fast ejendom. Afgrænsningen i forhold til andre aktiver skal foretages gennem en individuel vurdering. Sagen involverede et selskab, der havde investeret i mindre andele i skattemæssigt transparente enheder (P/S'er), som ejede andele i vindmølleparker og solcelleanlæg. Disse aktiver anses ikke skattemæssigt som fast ejendom, men som driftsmidler.

Efter en vurdering konkluderede Højesteret, at denne investering blev betragtet som passiv kapitalanbringelse, da den lignede investering i finansielle aktiver som aktier og obligationer. Det var sandsynligvis afgørende, at selskabet angiveligt ikke var involveret i driften af vindmølleparkerne og solcelleanlæggene, men blot modtog sin del af det løbende afkast.

Det er stadig uklart, hvor langt denne doms rækkevidde strækker sig. Det vurderer, at der er en risiko for, at Skattestyrelsen, baseret på denne dom, vil forsøge at udvide definitionen af passiv kapitalanbringelse til andre aktiver end finansielle aktiver og fast ejendom. Dette udgør sandsynligvis en større risiko i tilfælde, hvor selskabet ikke deltager aktivt i aktivets drift, især når selskabet kun ejer en mindre andel af det pågældende aktiv (Beierholm, 2023)

4.3 A/B modellen

Denne model anvendes ofte, når en hovedaktionær ønsker at overdrage kapitalandele med ret til fremtidige værdistigninger til en lav værdi. Aktiverne i driftsselskabet opdeles i A-aktier og B-aktier, hvor A-aktierne er tillagt rettigheden forlods udbytte. Dette sker ved nyttegning af B-klasse eller en vedtægtsændring. B-aktierne kan således overdrages til næste generation til en lav værdi og de nye kapitalejere sikres en andel af fremtidige værditilvækst.



Figur 6: Egen tilvirkning, overdragelse A/B modellen

A-aktierne og B-aktierne har typisk forskellige rettigheder. Eksempelvis kan

A-aktierne have stemmeret og kontrolrettigheder, mens B-aktierne måske ikke har nogen eller kun begrænsede stemmerettigheder. Dette tillader normalt ejeren eller den nuværende ledelse at beholde kontrollen over virksomheden, selv efter at de har solgt eller overdraget en del af aktierne til den næste generation.

Kapitalandelene i det overdragende selskab skal opgøres til handelsværdien, dvs. den værdi, som tredjemand vil betale for aktierne, jf. SKM2018.41.HR. Der skal desuden ske en årlig opskrivning af udbytteretten, hvis den ikke udbetales med det samme, og finansieringsrenten skal være på markedsvilkår i overensstemmelse med den juridiske vejledning C.B.2.1.4.8.1. (Bolander, 2021). I tilfælde hvor betalingen ikke stemmer overens med handelsværdien, vil A/B-modellen indebære, at der sker en formueforskydning af værdierne mellem anpartshaverne, som vil få skatte- og afgiftsmæssige konsekvenser for anpartshaverne (SKAT, C.B.2.1.4.8., 2022). A-aktieejeren har ret til at modtage de fremtidige udbytteudlodninger, indtil der er modtaget udbyttet svarende til handelsværdien for aktierne tillagt en rente. Herefter bliver forlods udbytteretten ophævet og efterfølgende vil A- og B-aktierne modtage udbytte svarende til ejerandelen.

Modellen er særligt relevant ved overdragelse af kapitalandele til børn, da det ikke er nødvendigt for den yngre generation at finansiere fuldt ud for overtagelsen af anparterne. Via A/B-model kan generationsskiftet gennemføres uden beskatning af de overtagne anparter hos aktionæren. Anvendelsen af denne model er ikke begrænset til en bestemt personkreds og

fungerer derfor som et alternativ til overdragelse ved skattemæssig succession ifølge ABL §34. Overdragelsen sker mellem holdingselskaber. Dog kan hovedaktionæren benytte en skattefri aktieombytning til at overføre aktierne i driftsselskabet til den yngre generation i stedet for at oprette et holdingselskab.

A/B modellen er baseret på styresignaler og bindende svar fra skat. Den er ikke direkte reguleret ved lov. Det nyeste styresignal SKM2020.348.SKTST med virkning fra 28. februar 2021 foreskriver, at ”hvis der konstrueres en A/B-model, hvor der fastsættes en forlods udbytteret, der udgør størstedelen af selskabets værdi, opstår der en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab på B-anparterne. B-anparternes gevinstmulighed skal medtages i værdiansættelsen af B-anparterne (Den Juridiske Vejledning 2021-2, C.B.2.1.4.8.1) Det vil sige, at der fremover skal medregnes en eventuel gevinst- eller tabsmulighed, som kunne være tilknyttet de pågældende aktieklasser.

Fordelen ved A/B modellen er, at den ikke har en anselig skattemæssig konsekvens, og begrænser erhververens behov for finansieringsmuligheder. Konsekvenserne afhænger af overdragerens skattemæssige anskaffelsessum, hvor mange værdier der overdrages samt størrelsen af den forlods udbytteret. Samtidig giver modellen den fordel, at fremtidige værdistigninger i virksomheden kommer næste generation til gode.

Ulempen ved modellen er, at efter det nye styresignal er værdiansættelsen besværliggjort. Herudover er der en usikkerhed i forhold til den forlods udbytteret. Det kan tag lang tid at indfri, da det afhænger af virksomhedens fremtidige indtjeningsmuligheder.

4.4 Delkonklusion

Der findes flere generationsskiftemodeller som er metoder til gennemførelse af generationsskiftet. De tre typiske modeller er Aktie/anpart overdragelse, successionsoverdragelse af aktier og A/B modellen.

Når sælgers holdingselskab sælger aktier i driftsselskab til købers holdingselskab, er der tale om et almindelig skattepligtig køb, og det stiller høje krav til finansiering af købet for køber og til skattebetalingen for sælger. Derfor er metoden mest fordelagtig, når værdiansættelsen er lav. Der kan laves et gældsbevis mellem de to holdingselskaberne og afdrages med

udbytteudbetalinger. Denne metode er hurtig og nem, ligesom den er billig i forhold til omkostninger til advokat og revisor. Det er dog den ulempe, at gælds brevet ikke kan afdrages via gaver og at sælgers skattebetaling opgøres straks efter salget.

Når sælger overdrager kapitalandele med succession, overtager køber sælgers skattemæssige stilling. Sælger beskattes ikke af sin fortjeneste. Det er muligt såfremt kravene til at benytte succession overholdes kan man forsætte med dette gennem flere generationer.

A/B-modellen opdeler driftsselskabets aktier i A-aktier og B-aktier med forlods udbytteret. Købet skal ske til handelsværdi og afdrages med fremtidige udbytteudlodninger, der skal tilskrives renter på markedsvilkår. B-aktierne kan dog overdrages til køber til en væsentlig lavere værdi end A-aktierne udgør, og kan ske uden skattebetaling af de solgte anparter.

Den nuværende ledelse kan opretholde fuld stemmeret og kontrolrettigheder ved opdelingen af aktierne. Dette giver fleksibilitet til gradvis overdragelse af ledelsen til næste generation.

A/B modellen reguleres ikke ved lovgivning, men er baseret på styresignaler og bindende svar fra skat.

5. Værdiansættelsen

Værdiansættelse af virksomheder spiller en central rolle i overdragelser af virksomheder mellem nærtstående og uafhængige parter. Det er afgørende for både sælgeren og køberen, at værdisætningen af aktiver og passiver i virksomheden er optimalt for begge parter. Det kan komme til udtryk i, hvor stor en kapital der skal investeres, om kapitalen overhovedet er tilgængelig, eller virksomheden er i stand til at generere fremtidige indtjening for at dække de investerede kapitaler? Dermed er det en afgørende faktor i en overdragelse i familiesammenhæng. Her kan værdiansættelsen reguleres af skattemyndighederne, hvis værdien anses for at være for lavt, da handlen foregår i et såkaldt gavemiljø. Udover ovennævnte faktorer, danner værdiansættelse af aktiver og passiver ofte grundlag for beregning af de skattepligtige gevinster for sælgeren samt fastsættelse af anskaffelsessummer og afskrivningsgrundlaget på købers side.

Med fokus på overdragelse med succession, hvor de nye ejere af aktiverne i virksomheden vil overtage den skattemæssige position i en virksomhed fra tidligere ejer, er værdiansættelsen

også et centralt element. Der bliver ikke lavet pris-, eller overdragelsesaftale mellem partere, ligesom i en almindelig virksomhedshandel mellem uafhængige parterer. I generationsskifte mellem nærtstående parter er værdien af vederlaget for overdragede aktiver påvirket direkte af slægtskabet, som kan resultere i, at skattemyndigheder vil opfatte overdragelsen for at være en gave mellem partere. I sådan et tilfælde vil det udløse skattemæssige konsekvenser.

På skatteområdet findes der særlige skattemæssige retningslinje for værdiansættelsen, som partnere i overdragelsen kan støtte sig til i tilfælde af, at den faktiske handelsværdi ikke er kendt. Retningslinjerne er relevante i forbindelse med overdragelsen af aktiver i virksomheden mellem uafhængige parter, men er sjældent relevante ved generationsskiftet, idet successionen i sig selv betyder at overdragelsen ikke udløser skattepligt, jf. henvisningen i BAL §22, stk.5, til BAL §23, stk. 2. (Desk, 2024). I tilfælde af erhververs død eller sygdom samt skattefri omstruktureringer, hvor der ikke vederlægges andet end aktier i det modtagende selskab også kan finde sted uden afgiftsforhøjelse. (Jane Bolander, 2021, p. 694) Beskrivelserne herom henvises til den Juridiske vejledning 2021 C.A.6.2.1. (Skat.dk, 2024)

5.1 Formålet med værdiansættelse

Formålet med værdiansættelsen af en virksomhed er ~~ved~~ at bestemme virksomhedens økonomiske værdi. Værdiansættelsen indebærer at vurdere virksomhedens aktiver, indtægtstrømme, potentiale og fremtidige muligheder, risici forbundet med virksomheden, eller anskaffelsen af dette i fremtiden samt lignende faktorer, som vil fastlægge, hvor meget er virksomheden værd på det nuværende marked. Derfor er det en afgørende rolle i mange forskellige tilfælde og situationer med køb og salg af virksomheder, fusioner, spaltninger, opdelinger, skatteformål og investovurderinger. Dermed kan investorer, ejere, ledere og andre interessante parter få et klart billede af virksomhedens økonomiske forhold. Herunder økonomiske sundhed, fremtidige potentiale eller vanskeligheder, som kan påvirke virksomhedens værdier her og nu.

5.2.1 Faktorer som kan påvirke værdiansættelsen

Værdiansættelsesmetoder er påvirket af flere forskellige faktorer. Disse kan være både interne i virksomheden eller eksterne, som kan komme fra virksomhedens omdømme eller miljø. Det varierer fra virksomhed til virksomhed hvilke faktorer, der påvirker værdien mest.

Interne faktorer såsom virksomhedens seneste aflagte regnskaber og resultatopgørelser, viser virksomhedens evne til at tjene penge. Ved at se på de samlede indtægter og udgifter og

analyserer disse, fås der indblik i om virksomheden har været profitabelt ellers mindre rentabelt. Virksomhedens regnskabsmæssige præsentationer anbefales dog, set over en længere periode, for at analysere virksomhedens historik for en bredere sammenhæng af virksomhedens nøgletal ligesom omsætning, bruttofortjeneste, driftsresultat og resultat efter skat giver en komplet og objektiv vurdering af virksomhedens indtjeningspotentiale. Dette afdækker en del af virksomhedens baggrund og historik, hvilket også afspejler ledelsens evne til at lede virksomheden og virksomhedens balanceregnskab, som viser værdier i virksomheden. Virksomhedens finansielle position afspejles i virksomhedens aktiver, passiver og egenkapital, og det giver også overblikket over likviditeten i virksomheden for at opfylde evnen til sine økonomiske forpligtelser på kort og lang sigt. Ovennævnte faktorer ses som et vigtigt redskab, som investorer ofte bruger til at vurdere virksomhedens økonomiske stabilitet og risikoprofil. Virksomhedens knowhow, patenter, den beregnede Goodwill er også interne faktorer, som er væsentlige dele i virksomhedens værdiansættelse, da dette ses som et opbygget image eller renommé i virksomheden. Sidstnævnte hænger tæt sammen med virksomhedens omdømme og markedsværdi. En stærk goodwill kan give virksomhedens stærke konkurrencefordel ved at øge kundernes tillid og loyalitet. Nye investorer og samarbejdspartnere kan tiltrækkes ved at opretholde den stærk goodwill, ved for eks. at være socialt ansvarlig, opretholde et solidt brand, opbygge et godt ry gennem innovative implementeringer, samarbejde med forskningsinstitutioner, og ved at have dygtige og erfarne ledelse og medarbejdere. *Eksterne faktorer* påvirker også virksomhedens værdiansættelse. Disse hviler på virksomhedens kundeportefølje, alt efter om dette er bredt og varieret, helt fra enkelte private personer til de store virksomheder med store ordre og kunder. Denne brede kundesituation er med til at virksomhedens opfattes som en mindre sårbar enhed ved eventuelle konkurser i kundekredsen. Som en ekstern faktor anses leverandøraftaler at være afgørende for virksomheden at opretholde forsyningen med konkurrencedygtige priser og produkter af høj kvalitet for at imødekomme kunderne behov gennem aftaler. Disse potentialeleverandøraftaler kan også være med at opnå attraktive fordele såsom rabatter, fleksible betalingsbetingelser og måske endda eksklusive produkter, som igen vil øge kundetilfredshed. Virksomhedens fremtidige potentiale må ikke undervurderes, da markedets vækst indikerer, at der er plads til virksomhedens produkter og tjeneste i fremtiden. Stigende eller faldende efterspørgsel efter virksomhedens produkter kan indikere positiv eller negativ vækst i fremtiden. Virksomhedens position på markedet med dens konkurrencedygtighed kan bidrage til et positivt potentiale for virksomheden, ligesom virksomhedens omdømme også er

en vigtig rolle i vurderingen, da et godt omdømme kan tiltrække kunder og bidrage til øget salg og vækst. (Desk, 2024)

5.3 Metoder for værdiansættelse

Når det handler om at vurdere virksomhedens værdi, findes der adskillige alternativer og metoder som kan anvendes. Det kan være afgørende at tage flere metoder i betragtning og sammenligne disse, da det kan give et mere detaljeret indblik i virksomhedens værdi. Nogle af de mest anvendte metoder kan være indtjeningsbaserede metoder som fokuserer mere på virksomhedens indtægter og dens overskud. Disse værdiansættelser er baseret på indtjeningen og omsætningen, hvor man kan vurdere virksomhedens værdi ud fra dens økonomiske ydeevne. Disse metoder er anvendt mest i forbindelse med overdragelse mellem uafhængige parter, da potentielle købere forventer fremtidige indtjening.

De aktivbaserede metoder vurderer virksomhedens værdi ud fra dens aktiver og ressourcer. Dette indebærer for eks. værdiansættelse på substansværdier, hvor man tager hensyn til virksomhedens materielle og immaterielle aktiver. Metoden er relevant til potentielle købere, som gerne vil investere og derfor overvejer overdragelsen af en virksomhed.

Der findes også markedsbaserede metoder, som sammenligner virksomheden med lignende virksomheder på markedet. Denne sammenligning indebærer også at tidligere værdiansættelser på lignende virksomheder, kan være grundlag for værdiansættelsen af den sammenlignede virksomhedens værdi. Metoden kan bruges af investorer til at vurdere en virksomhed og beslutte, om køb af den er en god eller dårlig endda dyr investering.

Det er afgørende i værdiansættelsen at bruge en kombination af disse metoder, for at opnå en mere bred forståelse af virksomhedens værdi, og hvorved ejere og interesserede parter kan træffe effektive og optimale beslutninger.

Til opgørelse af virksomhedens værdi er der godkendt en række metoder her i blandt de mest anvendte som følge:

- DCF -model (discounted cash flow)
- Multipel værdiansættelse
- Værdiansættelse efter – TSS-cirkulærerne 2000-09 (kapitalandele) og 2000-10 (goodwill)

5.3.1 DCF -modellen

DCF er en forkortelse for Discount Cash Flow, fortolket på dansk en diskonteret pengestrøm. Modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af virksomheden eller aktiv opgøres som den tilbagediskonteret værdi af forventede fremtidige frie pengestrømme, som kan henvises til det pågældende værdiansættelsessubjekt. (Skat, 2019) Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme afhænger af det tidspunkt i fremtiden, hvor de forventes til at opstå på grund af diskontering. Det er derfor en vigtig del i værdiansættelsen at lave tidmæssige begrænsninger i forhold til fremtidige perioder, som vil svarer til diskonteringsperioden. Dette sker normalt i et års interval. I forhold til nutidsværdien er det også vigtigt at lægge mærke til, hvornår i diskonteringsfaktorperioden de frie pengestrømme opstår, starten af perioden, midten eller ved slutningen af denne periode. Modellen anvendes mere af større virksomheder, hvor store investeringer skal foretages, og hvor disse investeringer får stor betydning for både investorers og virksomhedernes side, da DCF - modellen ikke anses for at skabe en positiv indvirkning på vurderingen. Omvendt kan DCF – modellen betragtes som et anvendeligt værktøj i større virksomheder. Modellen er også effektiv med startups-virksomheder, hvor de fremtidige indtægter skal afspejles i virksomhedsvurderingen. Ifølge Nielsen Valuation Groups beskrivelse, som tilbyder objektiv og professionel værdiansættelse til virksomheder, er modellen ikke attraktiv at benytte indenfor brancher, hvor der er behov for at binde mange likvide midler i aktivet (Nielsen, 2024). Dette hænger sammen med udtalelser fra andre eksperter om at, hvis ens primære investeringsstrategi fokuserer på vækstvirksomheder, som ofte ikke genererer den store overskud, så kan DCF modellen være mindre relevant. Dette skyldes, at disse virksomheder ikke passer godt ind i modellen, da den antager, at virksomheden fokuserer på at generere positive pengestrømme, dvs. har konstant afkastkrav. Et eksempel på dette er Tesla aktien, som ifølge DCF-modellen ville blive værdsat til omkring 50-200 USD afhængigt af forudsætningerne selvfølgelig. Hvorimod Tesla's aktiekurs i virkeligheden er langt højere, bestemt over 800 USD. Dette indikerer, at markedet værdisætter Tesla ud over de traditionelle parametre, måske baseret på *forventninger* til fremtidige vækst, teknologiske fremskridt eller andre faktorer, som ikke nødvendigvis afspejles direkte i DCF-modellen.

For at se lidt nærmere ind i modellen skal man kende nogle vigtige økonomiske nøgletal i virksomheden. Modellen tager udgangspunkt i virksomhedens pengestrøm, og fremtidige forventninger i forhold til pengestrømmen. Forudset at man kender virksomhedens realiserede resultater, skal man tage hensyn til den forventede vækst i terminalperioden.

Terminalperioden indebærer udarbejdede budgetter for en periode. Det optimale anses for at være i en periode på 5-10 år. Vækstrater i terminalperioden skal være i sammenhæng med den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet, dvs. inflation tillagt realvækst. Realvæksten af virksomheden kan støttes i anvendelsen af nominelle risikofri rente som offentliggøres af Den International Valutafond (International Monetary Fund (IMF) årligt, normalt på baggrund af første halvårs analyser.). Skattemyndighedernes anbefalinger på området ved værdiansættelsen af en virksomhed, bør derfor anvende den effektive rente på den 10-årige danske statsobligation, medmindre en anden vækstrate ikke indikere andet i forhold til den branche virksomheden befinder sig i (Skat, 2024). Inflationen spiller også en vigtig rolle i beregningen, da budgetter bør udarbejdes med udgangspunkt i fremtidige transaktioner i virksomheden, derfor indikeres inflationseffekter indregnet på regnskabsposter. Grunden til at inflationen bør indarbejdes i budgetter, er at sikre, at de nominelle priser er direkte sammenlignelige med evt. eksterne aktieanalyser og brancheanalyser. Kapitalomkostninger skal også afspejle den tidsmæssige prisudvikling på markedet i budgetter. Hvis denne inflation er indregnet i kapitalomkostninger, skal pengestrømmen også opgøres i nominelle priser, dvs. inklusive inflation. Uden at komme meget i detaljer i beregningen af forskellige økonomiske nøgletal, kan man konstatere, at beregningen af pengestrøm kan være omfattende, da dette kræver en del yderligere reguleringer udover den principielt formel. Under ovennævnte forudsætninger og om en konstant afkastkrav i virksomheden formulerer Skat formelen for beregningen af DCF-modellen som følge:

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

EV = Enterprise value
 FCF = Frit cash flow til selskabet (både ejere og långivere)
 WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

Figur 7: Skat, beregning Enterprise value

Ifølge Skat er modellen en beregning af enterprise value for en virksomhed, som kan forstås som en samlede værdi af virksomheden, sigtet efter beregning af reelle egenkapital i virksomheden fratrukket netto rentebærende gæld. Enterprise value dvs. DCF – modellen dog ikke kan benyttes alene, hvis dette skal beregnes for en længere periode. Længere perioder

indebærer også varierende vækstrater, da det er meget sjældent, at en virksomhed har en konstant vækstrate gennem for en eventuel 10-årige periode. For at kunne beregne entreprise valuen for virksomheden kan man med fordel anvende følgende model til beregningen:

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

g = Konstant vækst i FCF i terminalperioden
 n = Antal af år i budgetperioden
 $WACC$ = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

Figur 8: Skat, beregning Enterprise value to periodisk

Som nævnt tidligere der er en række faktorer, som spiller ind i beregningen, ikke mindst at man skal kende vigtige nøgletal, men også med at man skal udarbejde et budget, som er så præcist som muligt, da modellen vurderes at være følsom overfor ændringer i budgetter.

Skat har retningslinjer for udarbejdelse af disse budgetter, da de anses for at danne grundlag for beregning af virksomhedens værdi. De vigtigste er som følge:

- Budgetter skal være realistiske og udarbejdet på baggrund af forventningerne til virksomhedens udvikling
- Budgetter må ikke afviger fra konkurrenternes eller branches forventninger, ellers kan skattestyrelsen stille krav for dokumentation af disse afvigelser

Når et budget foreligger og er udarbejdet på en forsvarlig måde, forstås dette ved, at dette afspejler realiserede forventninger til markedet og til branchen, hvorved man kan begynde at finde frem til de elementer/faktorer, som bruges for at beregne DCF værdien.

Etaperne for at opbygge DCF model inkludere normalt følgende trin:

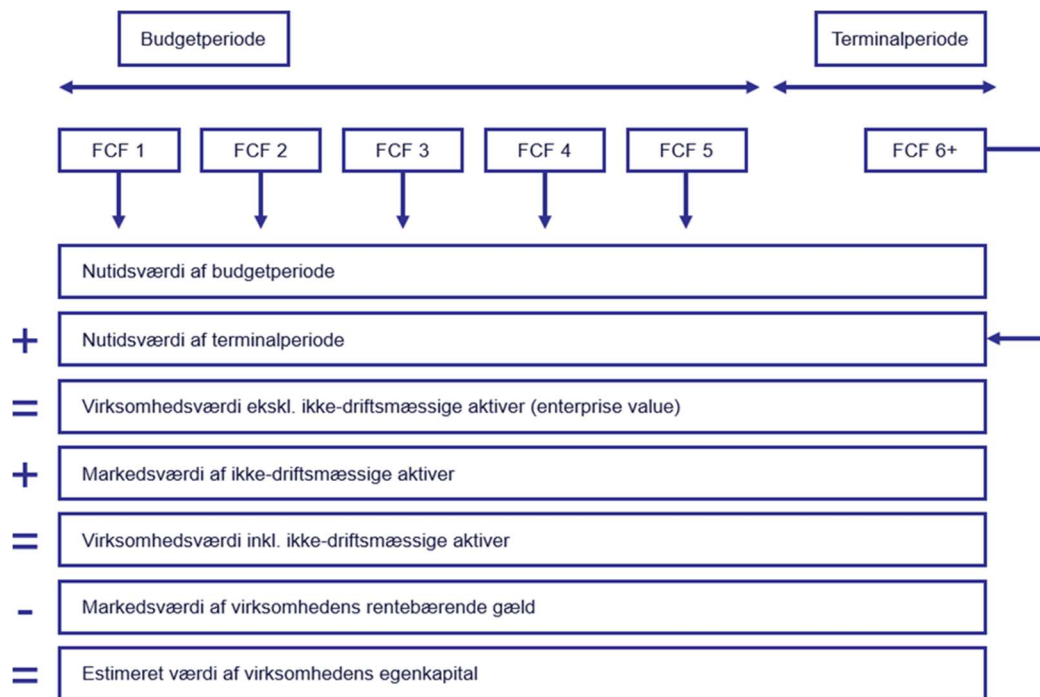
1. Forståelse af virksomheden: dette trin indebærer at få en grundlæggende forståelse af virksomhedens drift, markedet der opereres i, konkurrencesituationen, vækstpotentiale osv.
2. Prognose af fremtidige pengestrømme: dette trin indebærer at estimere fremtidige pengestrømme, typisk over en periode på flere år. For at kunne beregne pengestrømmen skal man kende virksomhedens regnskabstal i detaljer, da beregningen kræver kendskab til driftsindtægter, driftsudgifter, kapitaludgifter, skatter og ændringer i arbejdskapitalen. Disse kalkuler kræver en bredt analyse.

3. Estimering af diskonteringsfaktor/diskonteringsrente: elementet repræsenterer afkastningsraten investorer kræver for at investere i virksomheden. Dette nøgletal kan baseres på virksomhedens kapitalomkostninger (WACC) eller lignende benchmark. Kapitalomkostningerne kan beskrives med det afkastkrav, som virksomheden skal levere for at skabe værdi for investorer. Omkostningerne forbundet med kapitalen er afhængig af, hvordan virksomheden er finansieret. Hvis virksomheden udelukkende finansieres med egenkapitalen, er omkostningerne lige med cost of equity. Hvis virksomheden derimod finansieres gennem gæld, er omkostninger lige med cost of debt. Mange virksomheder anvender en kombination af begge finansieringsformer, hvilket resulterer i en vægtet gennemsnit omkostning WACC (Weighted average cost of capital). Forudset at investorerne kræver en vis afkastkrav, kan målingen med fuld egenkapitalfinansiering bruges som afkastkrav i budgetter. Forudset at virksomheden består af for eks. 60% egenkapital og 30% gæld, hvor kapitalomkostninger udgør 8% og finansieringsudgifter efter skat udgør 5%, vil der oftest beregnes en WACC som følge:

$$(0,6 \cdot 8\%) + (0,3 \cdot 5\%) = 6,3\%$$

4. Diskontering af fremtidige pengestrøm: Med estimering af pengestrømme i forskellige perioder, viser den pågældende periodes pengestrøm, da dette er i et tidspunkt ud i fremtiden, skal dette tilbagediskonteres for at finde nutidsværdien. Dette gøres ved hjælp af en valgt diskonteringsrente.
5. Ved at anvende en terminalværdi, begrænser værdiansættelsen at tage højde for virksomhedens værdi ud over budgetperioden. Her anvendes terminalvækstrate til den sidst estimeret pengestrøm og diskontere denne tilbage til nutidsværdien. Den indtil fremkommet pengestrøm og terminalværdier skal summeres til sidst, for at få den samlede værdi af virksomheden på tidspunkt for værdiansættelsen.
6. Estimering af virksomhedens egenkapital: for dette skal man tilføje markedsværdien af virksomhedens ikke driftsmæssige aktiver og derefter trække markedsværdien af virksomhedens rentebærende gæld fra. Dette resulterer i den netto-værdi af virksomhedens egenkapital.

For illustrering af ovennævnte etaper bruges en figur, hvor fremgangsmåden er vist således:



Figur 9: Skat, illustrering af etaper DCF-modellen

5.3.2 Multipel værdiansættelse/ Handelsværdimetoden

Multipel/komparables metoden er en af de mest anvendte metoder til virksomhedsværdiansættelsen. Anvendelsen af denne metode kræver analyse af metodens fordele og ulemper samt eventuelle kritikpunkter, da disse ofte reflektere værdiansættelsens effekt enten i en positiv eller negativ retning. Metoden kræver omhyggelig og detaljeret fokus på identifikationen af sammenlignelige virksomheder, valg af relevante multipel – parametre, samt forsøg at beregne værdien efter givne kriterier.

Ideen er, at man sammenligner virksomheder i samme branche, med virksomheder med lignende karakteristika og præstation, forudsat at valgte virksomheder har tilsvarende finansielle og driftsmæssige karakteristika, samt er samme størrelse eller med lignende forretningsmodeller. Udvalgte virksomheder kaldes også Peer – gruppe, da de er med fælles baggrund. Brug af metoden tager udgangspunkt i multipel-parametre som P/E – forhold, EV/EBITDA og pris/salg forhold. Markedsværdier for disse virksomheder kan også observeres med reference til børskursen for pågældende virksomhed. Anvendelsen af metoden kræver analyse og sammenligning af disse multipel – parametre med virksomheder i samme eller lignende branche for at opnå en ide om virksomhedens pris på markedet og dermed dens værdi. En central rolle i værdiansættelsen med denne metode er, at man vælger de relevante multipel-parametre.

Rentabiliteten, risikoen og fremtidige forventninger vedrørende vækst i omsætningen og indtjeningen, er helt afgørende for markedets værdiansættelse for den pågældende

virksomhed. Hvis markedet har store forventninger til den fremtidige vækst, betyder det at markedsprisen for virksomheden per aktuelle indtjeningskroner anses for at ende på et relativt højt niveau, omvendt vil mindre fremtidige forventninger til den fremtidige vækst medføre at markedsværdien overestimeres. (Skat, 2024)

Når sammenlignelige virksomheder er identificeret, skal der vælges parametre, relateret for pris/indtjening (P/E ratio), pris/salg (P/S ratio) eller pris/aktiv (P/A ratio). For at finde relevansen af parametre skal der tages hensyn til, hvilke nøgletal der betragtes som vigtige indenfor den pågældende branche eller sektor virksomheden opererer i. Metoden er let at implementere og anvende, da det hviler på at sammenligne virksomheder med lignende virksomheder på markedet, men ulemperne med anvendelsen af metoden er, at metoden er afhængig af tilgængeligheden af relevante og pålidelige data. Hvis der ikke findes nok tilgængelige sammenlignelige virksomheder med nøjagtige og pålidelige data, kan det være svært at implementere metoden korrekt og opnå præcise værdiansættelsesresultater.

Sammenlignelige virksomheder kan også have unikke egenskaber og forhold, som kan påvirke værdiansættelsen. Disse må ikke overses af metoden, ellers kan metoden være enten ubrugelig ellers vil give en forkert værdiansættelse. Metoden har skabt kritik og diskussioner indenfor den økonomiske teori. Det skyldes, at kritikere mener, at metoden kan være for simpel, og ikke tager højde for eventuelle kompleksitet og/eller unikke karakteristika ved hver enkelt virksomhed. Derudover kan metoden også være følsom over for markedsforstyrrelser og ændringer i markedsvilkår, hvilket kan påvirke nøgletal og sammenligninger mellem virksomheder. Det er derfor vigtigt at være opmærksom på denne kritik og eventuelt kombinere multipel/komparables metoden med andre værdiansættelsesmetoder for at opnå mere præcise resultater.

Samlet set kan anses metoden som en værdifuld tilgang til virksomhedsværdiansættelsen, men det er også vigtigt at være opmærksom på dens begrænsninger. Finjustering og den endelige vurdering anses for at være nødvendigt, for at tage højde for eventuelle forskelle mellem målvirksomheden og sammenlignelige virksomheder.

5.3.3 TSS-cirkulærerne 2000-09 Værdiansættelse af aktier og anparter

TSS – cirkulær fastsætter retningslinjer og regler for værdiansættelse af aktier og anparter som blev godkendt af Ligningsrådet på baggrund af skattestyrelsesloven §18, jf. §13.

Formålet med cirkulæret er at sikre, at værdiansættelsen af aktier og anparter sker på en objektiv og retfærdig måde mellem interesseforbundne parter, hvor overdragelsen ikke sker på

baggrund af cirkulær. Nr. 185 af 17. november 1982 om værdiansættelse af aktiver og passiver i dødsboer m.v. ved gaveafgiftsberegning. (Cirkulær, 2000)

Cirkulæret tager udgangspunkt i, at børsnoterede aktier skal værdiansættes til den kurs, de handles til på børsen på det tidspunkt, hvor skattepligten indtræder. Hvis der er tale om unoterede aktieklasser i børsnoterede selskaber, skal de værdiansættes til den samme kurs som de noterede aktier, medmindre der er væsentlige forskelle i rettighederne, såsom retten til forlods udbytte eller dækning ved likvidation af selskaber. I sådanne tilfælde skal værdien af de unoterede aktier beregnes og vurderes særskilt.

Unoterede aktier og anparter skal værdiansættes til deres handelsværdi. I tilfælde disse værdier ikke er tilgængelige eller ikke anses for at være retvisende på grund af for eks. mangel på handelshistorik eller andre særlige omstændigheder, skal der følges hjælperegler anført i cirkulæret.

Værdiansættelsen skal baseres på substansprincippet, hvor aktivernes værdi beregnes som summen af aktiverne fratrukket gældsposter med tillæg af goodwill. Denne opgørelse skal baseres på indre værdi fra virksomhedens seneste offentliggjorte regnskab.

Anvisningen indeholder en del hjælperegler, som kan afhjælpe ovennævnte situationer ved manglende kendskab til værdien af unoterede aktier og anparter:

Fast ejendom

Jf. cirkulærets hjælperegler skal værdien af fast ejendomme i regnskabet erstattes med den seneste offentlige ejendomsvurdering. Afholdte ombygningsudgifter kan også medtages, men kun i tilfælde af at disse udgifter ikke er allerede indeholdt i seneste ejendomsvurderingen, hvorimod de udenlandske ejendomme skal medtages til den bogførte værdi.

Associerede selskaber

Hjælpereglerne gælder også for unoterede aktier og anparter i associerede og tilknyttede virksomheder, selvfølgelig kun i tilfælde hvor det enten er besværligt at beregne en retvisende værdi på aktier, eller at handelsværdien er ukendt.

I forhold til Goodwill i regnskaber har de deres eget cirkulær og bliver beskrevet længere nede i opgaven jf. pkt.5.3.4.

Udskudt skat

Hjælpereglen for cirkulæret tillader medtagelse af udskudt skat dog skal der reguleres i hhv. værdier beskrevet i ovennævnte punkter, værdien må dog være under pari dvs. lig med dets pålydende værdi.

Andre forhold

Om andre forhold nævnes bogførte værdier af egen aktier, som skal ikke medtages.

Opgørelsen af kursen for egne aktier skal fratrækkes i den nominelle aktiekapitalværdi med den andel, som de egne aktier repræsenteres.

Hvis ikke man ønsker at benytte de ovennævnte hjælperegler, skal man have en relevant og væsentlig begrundelse herom til værdiansættelsen af aktier og anparter, som giver en mere retvisende værdi for disse.

5.3.4 TSS-cirkulærerne 2000-09 værdiansættelse af goodwill

Der findes ikke i lovgivningen en regel for, hvordan goodwill skal værdiansættes, det er dog angivet at ved overdragelsen mellem interesseforbundne parter skal værdien af goodwill sættes til handelsværdien. Værdiansættelsen af goodwill kræver en vurdering baseret på de specifikke forhold på det givne tidspunkt. Denne vurdering bør omfatte alle relevante faktorer, herunder særligt virksomhedens aktuelle overskud. Det indebærer en grundig overvejelse af alle omstændigheder i den konkrete situation for at opnå et pålidelig skøn over goodwillens værdi. (Revisorer, 2022) (-afgørelser, 2024)

Hvis der ikke er andre pålidelige kilder til at fastsætte af handelsværdien, kan Ligningsrådets vejledende retningslinjer for værdiansættelse af goodwill bruges som udgangspunkt for skønnet over handelsværdien ved overdragelse af goodwill mellem parter, der ikke har modstridende interesser.

TSS – cirkulær fastsætter retningslinjer og regler for værdiansættelse af Goodwill, som blev godkendt af Ligningsrådet på baggrund af skattestyrelsesloven §18, jf. §13. Det er i forbindelsen med ligningen af juridiske personer, bortset fra dødsboer.

Der finder brancher, hvor der allerede finder en kutyme for værdiansættelsen af goodwill. Disse brancher kan stadigvæk bruge de hidtidige metoder. Anvisningen er adresseret mere til brancher, hvor ikke kan findes sådan en kutyme. Det er yderst vigtigt at understrege, at igen er fokus på handlen mellem nærtstående parter, hvor et afgørende element er, at værdier er opgjort ligesom mellem uafhængige parter, som ikke har samme interesser. Cirkulæret skal anvendes for at ligestille værdier med handelsværdier mellem uafhængige parter.

Cirkulæret tager hensyn til standardiseret beregninger af goodwill, men det er afhængig af de enkelte virksomheder, om der foreligger omstændigheder, som skal med i beregningen og som kan resultere i, at modellen vil være mindre anvendelig. Ifølge cirkulæret skal der i disse tilfælde korrigeres resultat, og der skal tages hensyn til en skønsmæssig værdiansættelse, som

afspejler prisen eller værdien, som en tredjemand er villig til at give for goodwillen under foreliggende omstændigheder.

Det betyder, at cirkulæret har sine udfordringer, og man under alle omstændigheder skal have for øje det retvisende billede af den fremkomne værdi.

Grundlaget for beregningen

Anvisningen tager udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater før skat, for de seneste 3 aflagte regnskabsår efter reglerne i årsregnskabsloven. I tilfælde af at virksomheden ikke har udarbejdet regnskab, skal der tages hensyn til den skattepligtige indkomst i stedet for. Hvor der ikke er udarbejdet et regnskab efter årsregnskabsloven, kan det vælges at udarbejde et regnskabsmæssigt resultat, i stedet for at bruge den skattepligtige indkomst. I dette tilfælde skal man være opmærksom på, at afskrivningerne skal beregnes for flere år tilbage inden overdragelsen, for at komme frem til de reelle skattepligtige indkomster.

Regulering i de enkelt år

Alt efter om der vælges de regnskabsmæssige resultater før skat eller den skattepligtige indkomst, reguleres der for poster i regnskabet, da det er vigtigt at have en klar forståelse af, hvad goodwill dækker over i beregningens sammenhæng.

Ved at vælge de regnskabsmæssige resultater, reguleres for følgende poster i beregningen:

- fratrækkes ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuelle medarbejdende ægtefælle
- fratrækkes finansielle indtægter
- tillægges finansielle udgifter
- fratrækkes/tillægges eventuelle ekstraordinære poster i henholdt til årsregnskabsloven
- tillægges afskrivninger på tilkøbt goodwill

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

Ved at vælge den skattepligtige indkomst for de seneste 3 år, korrigeres i beregningen for følgende poster i regnskabet:

- fratrækkes ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuelle medarbejdende ægtefælle
- fratrækkes finansielle indtægter
- tillægges finansielle udgifter
- tillægges investeringsfondshenlæggelse (sidste indkomstår 1998)
- tillægges forskudsafskrivninger
- tillægges/fratrækkes andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster
- tillægges afskrivninger på tilkøbte goodwill

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

Vægtet gennemsnit af resultat/indkomsten

Efter at regnskabstallene er blevet reguleret og korrigeret i overensstemmelse med ovenstående punkter, skal der foretages en beregning af det vægtede gennemsnit af de resultater, der fremkommer. Dette vægtede gennemsnit beregnes ved at gange resultater fra tredjesidste år med 1, det korrigerede resultat fra andensidste år med 2 og resultat fra sidste år med 3. Summen af disse resultater divideres derefter med 6 for at opnå det vægtede gennemsnit.

Korrektion for udviklingstendens

Hvis der har været en positiv eller negativ resultatmæssige udvikling i løbet af de 3 år, der danner grundlag for beregningen, vil der blive beregnet et tillæg eller fradrag for udviklingstendens.

For at beregne udviklingstendensen sammenlignes resultatudviklingen fra det tredjesidste regnskabsår før overdragelsen til det sidste år før overdragelsen. Gennemsnittet af udviklingen (enten stigning eller fald) i de to perioder (år1 til år2 og år2 til år3) findes ved at dividere den samlede udvikling i de tre år (fra år1 til år 3) med 2.

Det beregnede tillæg eller fradrag for udviklingstendens bliver derefter lagt til eller trukket fra den vægtede gennemsnitsindtjening.

Driftsherreløn – kun ved personlige eget virksomhed

Der er klare anvisninger i forbindelse med overdragelsen af en personlige virksomhed, hvad der skal indgå i beregningen. Ved overdragelse af en virksomhed, der ejes personligt, anses halvdelen af det resulterende beløb for driftsherreløn, og denne skal derfor trækkes fra. Dog vil der altid være et minimumsfradrag på 250.000kr. og et maksimumsfradrag på 1.000.000 kr. for driftsherreløn.

Når det gælder overdragelse af en virksomhed i selskabsform, er der normalt ingen fradrag for disse udgifter, da det anses for at være ligesom alle medarbejdere, inklusive eventuelle ansatte som samtidig er aktionærer, der typisk modtager løn for deres arbejde i selskabet, hvorfor disse allerede er fratrasket i resultater.

Forrentning af virksomhedens aktiver og kapitalisering

Efterfølgende trækkes der en forrentning fra samtlige aktiver i virksomhedens seneste balance før overdragelsen, med undtagelse af *driftsfremmende aktiver* som for eks. obligationer og pantebreve samt den bogførte værdi af tilkøbte goodwill, idet de resterende indtjening bliver

tilbage til rådighed til forrentning af goodwill. Likvide midler skal altid holdes udenfor forrentningen af aktiver. Det afhænger af en konkret vurdering, om en virksomheds aktiver er driftsrelaterede eller ej. Kun de aktiver der er en del af virksomhedens primære forretningsområde, skal medregnes i den aktive masse, der skal generere afkast. Dette er uafhængigt af om aktivet overdrages eller ej, men snarere hvorvidt aktiverne er relateret til virksomhedens drift.

Forrentningsprocenten bestemmes til den i overdragelsestidspunktet gældende kapitalafkastsats, som er beskrevet i virksomhedsskattelovens §9, med en yderligere tilføjelse på 3%. Ved at anvende en sammensat procentsats, som varierer i overensstemmelse med kapitalafkastsatsen, sikres det at satsen løbende justeres i forhold til ændringer i det generelle renteniveau i samfundet. Satsen offentliggøres medio i året af Danmark Nationalbank. (VSL § 9) (§9, 2024)

Kapitaliseringsfaktoren udtrykker forholdet mellem det forventede årlig afkast, udtryk som en forrentningsprocent, og goodwillens forventede levetid, som angives i hvor mange år man kan forventede et afkast på den erhvervede goodwill. Forrentningen bliver fastsat til den kapitalafkastsats, der gælder på overdragelsestidspunktet med et tillæg på 8%.

Goodwill kan have forskellig levetid afhængig af virksomhedens aktiviteter, produktion og branche. Kapitaliseringsfaktoren skal justeres i overensstemmelse hermed for at afspejle værdierne i virksomheden og dennes levetid. Faktorer som helt unikke produkter og anerkendte varemærker anses for at have en goodwill med længere levetid, hvor imod det modsatte f.eks. håndværkere, hvor goodwill er oparbejdet i en meget kort periode, anses for at have en kortere levetid. Udgangspunkt i anvisningen er 7 år, medmindre omstændighederne taler for længere eller kortere levetid. Til illustration kan henvises til SKM2004.174.LR, hvor Ligningsrådet udtalte forhold som ikke var grundlag for forkortning af goodwillens levetid med mindre end 7 år, virksomheden hovedaktiviteter var charteringsvirksomhed med formidling af kontakt mellem befragtere og redere. Formidlingen var afhængig af ejerens personlige kontakter med reddere og befragtere, som var opbygget gennem års tillidsfuldt samarbejde.

Til illustration på levetidens betydning for kapitaliseringsfaktoren ved en samlet rente på 8-13% angivet eksempler i cirkulæret som følge:

Kapitalafkastsats	0	1 pct.	2	3 pct.	4	5
	pct.		pct.		pct.	pct.
Levetid (år)/rente	8	9 pct.	10	11 pct.	12	13
	pct.		pct.		pct.	pct.
1	0,46	0,46	0,45	0,45	0,45	0,44
2	0,91	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86
3	1,33	1,31	1,3	1,28	1,26	1,25
4	1,74	1,71	1,68	1,65	1,63	1,6
5	2,12	2,08	2,04	2	1,96	1,93
6	2,48	2,43	2,38	2,33	2,28	2,23
7	2,83	2,76	2,7	2,63	2,57	2,52
8	3,16	3,08	3	2,92	2,85	2,78
9	3,48	3,38	3,28	3,19	3,10	3,02
10	3,78	3,66	3,55	3,44	3,34	3,25
11	4,06	3,93	3,8	3,68	3,57	3,46
12	4,34	4,18	4,04	3,9	3,77	3,65

Figur 10: Skat, illustration på levetidens betydning for kapitaliseringsfaktoren

Afhængigt af om der foretages afrunding opad eller nedad i beregningen af kapitaliseringsfaktorer, kan det resultere i at beskatningsgrundlaget for goodwill enten stiger eller falder. Derfor bør der kun foretages afrunding af den beregnede kapitaliseringsfaktor, hvis Skattestyrelsen og virksomheden er enige herom.

5.4. Delkonklusion

Ved at sammenligne metoderne fremstår handelsværdimetoden som en effektiv tilgang til at beregne virksomhedens værdi. Denne tilgang benytter sig af markedsværdier for lignende virksomheder som benchmark for den virksomhed, der skal værdiansættes. Metoden tager hensyn til aktuelle markedsforhold, er enkelt at udføre, og kan hurtig opgøres. Den støder dog på vanskeligheder i identificeringen af nøjagtige sammenligninger, og markedsfluktuationer som ikke kan henføres til præcise vurderinger. I kontrast til dette står den diskonterede Cash Flow-metode, som giver en mere nøjagtig værdiansættelse ved at analysere og diskontere fremtidige pengestrøm til en nuværende værdi baseret på en relevant diskonteringsrate. Fordelen med metoden er, at den inddrager flere elementer af tid og risiko i kontante pengestrømme, men stiller krav om nøjagtige prognoser for fremtidige pengestrøm og en

velvalgt diskonteringsrate. I forhold til anvendelsen af metoden ved generationsskifte, skal det nøje overvejes, om metoden skal bruges, da selve overdragelsen af virksomhed for børnene eller ægtefælle alene er ønsket om at føre eller overdrage virksomheden videre fra forældre til børnene, og hvor den primære faktor ikke er at sigte på stor fortjeneste eller pengestrøm. På den anden side giver metoden overvejelser i forhold til skatter og andre finansielle overvejelser, idet der i et generationsskifte ofte er skatteimplikationer, der er komplekse. DCF-metoden kan tilpasses til at tage højde for skatteforpligtelser, kapitalstrukturændringer og lignende finansielle konsekvenser af skiftet ejerskab. En metodisk sammenligning indikerer, at hver enkelt metode har sine særegne fordele og begrænsninger, og deres relevans varierer afhængig af virksomhedens unikke egenskaber og det specifikke formål med værdiansættelsen.

6. Omstruktureringsmodeller ved generationsskifte

Det er afgørende at forstå betydningen af omstruktureringer i denne sammenhæng, da omstruktureringer kan sikre en smidig overgang, reducere skattemæssige byrder og kan evt. også optimere virksomhedens drift ved den nye generation. Dette kan omfatte ændringer i virksomhedens organisatoriske struktur, herunder omfordeling af roller og ansvar samt etablering af nye afdelinger eller søsterselskaber for at imødekomme de særlige behov og ønsker hos den kommende ejer. Omstruktureringer kan også indebære skatteoptimering og risikominimering ved at implementere forskellige juridiske og økonomiske strategier. Ved at revidere og tilpasse virksomhedens økonomiske og juridiske struktur kan man mindske eventuelle risici og sikre, at generationsskiftet sker på en økonomisk gunstig måde. Derfor er det vigtigt at have fokus på omstruktureringer ved generationsskifte, for at sikre en vellykket og bæredygtig overgang af virksomheden. Ved generationsskifte er der en række juridiske og økonomiske overvejelser, der skal tages i betragtning. På den juridiske side er det vigtigt at sikre en korrekt overdragelse af virksomheden, herunder oprettelse af nødvendige dokumenter såsom en overdragelsesaftale eller et testamente. Det er også vigtigt at undersøge eventuelle skattemæssige konsekvenser af generationsskiftet for både den afgivende og modtagende generation. Økonomisk set skal der laves en grundig vurdering af virksomhedens økonomiske situation herunder en analyse af aktiernes værdi og eventuelle gældsforpligtelser, som er beskrevet i afsnit om værdiansættelsen af virksomheder. Det er også vigtigt at overveje finansieringsmuligheder og sikre, at den nye generation har tilstrækkeligt med kapital til at

drive virksomheden fremad. Implementeringen af omstruktureringer ved generationsskifte er en afgørende proces, som kræver grundig planlægning og nøje overvejelser. Det første skridt i implementeringen er at identificere de specifikke omstruktureringer, der er nødvendige for at sikre en glidende overgang af virksomheden til den næste generation. Dette kan omfatte ændringer i virksomhedens juridiske struktur, herunder for eks. oprettelse af et holdingselskab. En omhyggelig og vellykket implementering af omstruktureringer er afgørende, da dette kan være med til, at generationsskiftet sker på en effektiv måde og uden væsentlige forstyrrelser for virksomhedens drift og omdømme.

Alternativer for omstruktureringer ved generationsskifte

6.1 Fusioner

Fusionen er et centralt begreb indenfor virksomhedsoverførsel og omstrukturering som i de fleste tilfælde er en del af et generationsskifte. I fusioner er normalt 2 eller flere virksomheder, der beslutter at slå sig sammen og efterfølgende danne en enkelt enhed. Der kan være forskellige årsager til det som eksempel at opnå driftsfordel, udvide markedsandelen eller for at styrke konkurrencepositionen. I fusion overføres aktiver og passiver fra de fusionerede selskaber til den nye enhed, og typisk modtager aktionærerne i de fusionerende selskaber aktier i den nye virksomhed som compensation eller vederlag.

Der tales om forskellige former for fusioner, herunder horisontale fusioner, hvor der er tale om fusioner for eksempel i samme branche, ellers indenfor koncernniveau hvor datterselskaber fusioneres kaldes også vandret fusion. Fusioner hvor et datterselskab slå sig sammen med moderselskabet, hvor moderselskabet er den fortsættende selskab, er der tale om en vertikal fusion, også kaldet lodret fusion. Omvendt hvis i samme situation, datterselskabet er den fortsættende selskab, kaldes omvendt lodret fusion.

Alt efter om der dannes et nyt selskab ved gennemførelse af fusionen, skelner man mellem *egentlig* eller *uegentlige* fusioner. Ved egentlig fusioner dannes der et nyt selskab ved gennemførelse af fusionen, hvorimod med uegentlige fusioner, en af fusionerede selskaber vil fortsætte de indskydende selskabs aktiviteter. Der findes flere begreber og specificering af forskellige fusioner, dog vil opgaven komme ikke til at omtale disse, da disse anses ikke for at være relevante for opgaven.

6.1.1 Skattepligtige fusion – kort beskrivelse af begrebet

En skattepligtig fusion indebærer normalt, at en virksomhed (eller flere virksomheder) overfører sine aktiver og passiver til en anden virksomhed, og dermed slår sig sammen, som regel imod udstedelse af aktier eller andre former for kompensation. Fusionen kan medføre skattemæssige konsekvenser for de involverede parter, herunder både virksomhederne og deres aktionærer. Dette kan omfatte beskatning af eventuelle gevinster, tab eller værdiændringer, der opstår som følge af fusionen. Virksomheder kan med fordel foretage skatteplanlægning for at minimere de skattemæssige konsekvenser ved en eventuel fusion. Dette kan omfatte brug af skattemæssige incitamenter, overførsel af skatteaktiver eller -forpligtelser, og strukturering af transaktionen på en måde, der reducerer skattebyrden. Når selskaber ophører som led i en skattepligtig fusion, vil dette ligestilles med en likvidation. Dette indebærer at den ophørende/indskydende selskab likvidationsbeskattes, uanset at det i realiteten sker uden likvidation. Skat opfatter fusionen som en overdragelse af aktiver og passiver mellem selskaber, hvorefter det indskydende selskab opløses, og derved ligestilles med en almindelig køb og salg af aktiver og passiver. Skattemæssige afståelsessummer for aktiver og passiver vil udgøre en andel af den samlede handelsværdier. Samlede vederlag for aktiver og passiver i det indskydende selskab forstås værdien af aktier i det modtagende selskab, hvorefter der udbetales vederlaget til aktionærer.

Et vigtigt element ved gennemførelse af en skattepligtig fusion, nævnes i det indskydende selskab *tidligere underskud til fremførelse* samt *kildeartsbegrænsede tab* som vil falde bort med fusionen. Dette gælder dog også ved en skattefri fusion, begrænsning i området er dog, af selskaber som har været sambeskattet før i en koncern.

Da casen i opgaven ikke omfatter transaktioner af skattepligtige fusioner, går vi ikke videre med beskrivelsen.

6.1.2 Skattefri fusion

Reglerne vedrørende skattefri fusioner indebærer, at det selskab, der modtager fusionen (det modtagende selskab), træder i stedet for det indskydende selskabs skattemæssige position med hensyn til de overførte aktiver og passiver. Dette betyder, at det indskydende selskab ikke bliver beskattet af kapitalgevinster på de aktiver, som det modtagende selskab overtager. Til gengæld overtager det modtagende selskab det indskydende selskabs anskaffelsestidspunkter og anskaffelsessummer mv. Beskatningen *udskydes* således indtil det tidspunkt, hvor det modtagende selskab afstår de pågældende aktiver.

Disse successionsregler gælder kun for aktiver og passiver, der forbliver under dansk beskatningsret efter fusionen.

Heller ikke selskabsdeltagerne i det indskydende selskab bliver beskattet ved en skattefri fusion, hvis deres aktier eller anparter i det indskydende selskab ombyttes med aktier eller anparter i det modtagende selskab. Beskatningen udskydes i dette tilfælde, indtil aktierne eller anparterne i det modtagende selskab afstås. Aktierne eller anparterne i det modtagende selskab behandles dog som om, de var erhvervet på samme tidspunkt og for samme anskaffelsessum som aktierne eller anparterne i det indskydende selskab.

For at kunne gennemføre en skattefri fusion skal der dog visse betingelser være opfyldt. Før i tiden skulle selskaber ansøge tilladelse om gennemførelse af en skattefri omstrukturering fra skattemyndigheder, lovændringen nr. 343 af 18. april 2007 ændrede denne praksis.

Lovændringen forhindrer dog ikke, at en gennemført skattefri fusion ikke tilbagekaldes af skattemyndigheder, for at omgøre fusionen til skattepligtigt. Skattestyrelsens vurdering herom sker i henholdt til SFL §29.

Da casen i opgaven ikke omfatter transaktioner af skattefri fusioner, går vi ikke videre med beskrivelsen.

6.2 Skattefri omstruktureringer med tilladelse – det subjektiv spor

En skattefri omstrukturering refererer til lovbestemte ændringer i en virksomheds organisatoriske struktur, som er fritaget for beskatning. Disse transaktioner mellem selskaber omfatter ovennævnte fusioner, spaltninger og kan også udelukkende omfatte overførsel af aktiver og passiver mellem selskaber. Lovgivningen er ændret for selskaber, for at de får mulighed til at tilpasse deres struktur og aktiviteter på en mere effektiv måde uden at skulle betale skat af de transaktioner, der er involveret i omstruktureringen. Disse omstruktureringer giver grønt lys til parter også i et generationsskifte. Dette belyser meningen med planlægningen ved generationsskiftet. En effektiv planlægning kan medføre, at beskatning af selskaber ved omstrukturering er helt elimineret eller udelukket. For at opnå tilladelse til de ønskede omstruktureringer, skal ansøgning om tilladelse indsendes til Skattestyrelsen.

Ansøgningen bør indeholde relevante oplysninger vedrørende regnskaber og ejerforhold. Disse gennemgås af Skat før tilladelsen. Formålet med den subjektiv spor indebærer, at vurderingen skal nå frem til et resultat, hvor omstruktureringsformål er at videreføre forretningen og *ikke for at undgå skattebetaling* eller eventuelle skatteunddragelse.

6.2.1 Skattefri spaltning med tilladelse

Når en virksomhed bliver spaltet, forstås det ved, at virksomheden bliver opdelt i separate enheder. Dette kan ske ved at virksomheden sælger eller udskiller dele af virksomheden, opretter nye datterselskaber. Dette opfattes direkte som det modsatte af en fusion. En skattefri spaltning med tilladelse indebærer en ansøgningsproces, hvor tilladelse til gennemførelse af spaltningen skal indhentes fra Skattestyrelsen. Skattestyrelsen vurderer hver enkelt ansøgning i overensstemmelse med reglerne i FUSL § 15 a, stk. 1-3. Tilladelsen til skattefri spaltning skal opfylde kravene i det subjektive system, hvilket indebærer en klart formuleret begrundelse for, at spaltningen sker af forretningsmæssige årsager med det formål at fortsætte driften af virksomheden. Det er afgørende, at spaltningen ikke opfattes som en omstrukturering til at undgå skattebetaling. Da den forretningsmæssige begrundelse spiller en central rolle i tilladelsesprocessen for spaltninger, er det vigtigt at analysere, hvilke forretningsmæssige argumenter der kan give en forståelse af, hvilken typen af spaltninger der giver tilladelse til.

6.2.2 Aktieombytning med tilladelse

Aktieombytning med tilladelse indebærer, at aktionærer i selskabet ønsker at ombytte deres aktier med aktier i et andet selskab, og denne ombytning kræver en form for tilladelse fra skattestyrelsen. Ligesom processen, nævnt tidligere ved en skattefri spaltning med tilladelse, skal begyndes med udarbejdelsen af en omfattende plan for ombytningen, som indeholder alle relevante oplysninger, herunder formålet med aktieombytning, udvekslingsforholdene mellem aktierne og eventuelle konsekvenser for aktionærer og selskaber. Udarbejdet plan skal fremlægges for skattestyrelsen, som derefter vurderer og godkender ombytningen. Når tilladelsen foreligger, kan ombytningen gennemføres, men det skal være i overensstemmelse med de aftalte betingelser. Dette indebærer alt fra udarbejdelse af lovbestemte dokumenter samt formelle processer med at udveksle aktier mellem aktionærerne i de involverede selskaber. Registreringer samt opdateringer i de offentlige systemer skal ske i overensstemmelse med lovgivningen. Disse aktieombytningssager indebærer ofte mere komplekse transaktioner og måske også større juridiske og skattemæssige konsekvenser, hvorfor parterne melder ombytningen i forvejen og spørger om tilladelser. Dette kan i den sidste ende nævnes som en sikkerhed for ikke at havne i en sag hvor aktieombytning sket skattefrit men skulle have været skattepligtigt.

Forretningsmæssige begrundelse

En aktieombytning med tilladelse varierer afhængigt af de specifikke omstændigheder og formålene med ombytning i involverede selskaber. Et af de formål kan være strategiske omstruktureringer, hvor selskaber slå sig sammen eller hiver aktiviteter ud fra selskabet ved spaltning, for at opnå større konkurrence evne på markedet. Disse får også effekt på virksomhedens rentabilitet og effektivitet, som er direkte i sammenhæng med økonomiske effekter i virksomheden. Forbedring af indtjeningspotentialer gennem en styrket konkurrenceposition eller diversifikation vil øge virksomhedens økonomiske effektivitet. Virksomheder kan nemt optimere deres portefølje for eks. ved at fusionere med et andet selskab og få yderligere aktiviteter i selskabet og derved at øge kundetilfredshed. Ressourceoptimering med ønsket om at optimere brugen af ressourcer, herunder kapitalen, aktiver og eller talenter. Aktieombytninger mellem selskaber kan forårsage, at virksomheder kan opnå bedre synergier, skalafordelen eller adgang til helt andre markeder også teknologier. Ovennævnte faktorer er generelt set de forretningsmæssige begrundelser, som skattemyndigheder lægger vægt på i vurdering af ansøgninger, for disse fokuserer på at styrke virksomhedens position, at drive vækst og skabe værdi for aktionærene på lang sigt. Disse begrundelser skal ofte fremlægges og dokumenteres over for skattestyrelsen som en del af tilladelsesprocessen for ombytningen.

Ved generationsskifte lægger skattestyrelsen vægt på, om at aktieombytningen kan lette processen i sagen, specielt hvis den nuværende ejer nærmer sig pensionsalderen ellers har helbreds-mæssige problemer, og planen er at overdrage driften til børnene. Ligesom i de andre forretningsmæssige begrundelser lægger skattestyrelsen også vægt på, at aktieombytning også gavner virksomheden og ikke kun aktionærer. Selvom generationsskifte i teorien anses som en forretningsmæssige begrundelse i lovgivningens øje, skal der foretages en konkret helhedsvurdering i overensstemmelse med EF- domstolens praksis. (Skat, 2024)

Frister for gennemførelse af aktieombytning.

Der er to frister at være opmærksom på i forbindelse med skattefri aktieombytning: den lovbestemte 6-måneders frist og den administrative 6-måneders frist.

Den lovbestemte frist, fastsat i ABL § 36, stk. 4, kræver, at aktieombytningen skal være gennemført inden for 6 måneder regnet fra den første ombytningsdag. Told- og skatteforvaltningen har dog mulighed for at imødekomme ansøgninger om forlængelse af denne frist.

Den administrative frist pålægges tilladelser til skattefri aktieombytning og kræver, at ombytningen skal være foretaget senest 6 måneder efter afgørelsens dato. Dette for at sikre, at de forhold, der lå til grund for tilladelsen, forbliver relevante. Fristen kan dog forlænges på ansøgers anmodning, forudsat at der ikke er sket ændringer i de relevante forhold. Det er dog vigtigt at huske, at den oprindelig lovbestemte frist stadig er gældende, selvom der bliver givet en administrativ forlængelse. (Skat, 2024)

Anmeldelsesvilkår

Efter en aktieombytning er foretaget skal visse ændringer anmeldes til Skattestyrelsen, idet en skattefri aktieombytning med tilladelse bygger på det ansøgte vilkår og forhold, som skal overholdes. Væsentlige ændringer i selskabet vedr. ejerstruktur og kapitalstruktur skal anmeldes indenfor en periode på 3 år efter gennemførelse af aktieombytning. (Skat, 2024)

En sag herom, hvor en hovedaktionær søgte og fik tilladelse til at gennemføre en skattefri aktieombytning med et holdingselskab indført mellem ham og hans driftsselskab.

Hovedaktionæren angav i sin ansøgning, at hans intention var gradvist at overdrage driftsselskabet til sin søn via dette holdingselskab.

Senere opdagede Skattestyrelsen, at hovedaktionærens selskab havde finansieret sønnens køb af kapitalandele i driftsselskabet ved en ulovlig selvfinansiering gennem lån til det nye holdingselskab og derefter videre til sønnens holdingselskab. Som følge heraf tilbagekaldte Skattestyrelsen tilladelsen til aktieombytning på grundlag af manglende anmeldte oplysninger vedr. finansiering. Sagen viser en af de faldgruber, der kan opstå ved aktieombytning, hvis ikke man tænke sig om ved planlægning og anmeldelsen herom til skattemyndigheder. Hvis ansøgeren havde fremlagt finansieringen af kapitalindskud i driftsselskabet, som det rent faktisk skete fra et lån fra driftsselskabet til fars holdingselskab, og derfra videre til sønnens holdingselskab, ville Skattestyrelsen ikke have givet tilladelse til aktieombytningen.

Skattestyrelsens opfattelse af finansiering var en direkte skatteunddragelse og skatteundgåelse ved aktieombytning, da sønnen normalt skulle betale gaveafgift for aktierne, og faren skulle betale for avancen ved afståelse af sine aktier. I denne sag er det vigtigt at understrege, at der ligger et vist ansvar på rådgiveren, som ikke har været skarp nok på reglerne omkring selvfinansieringsforbuddet. Skattestyrelsens opfattelse og vurdering faldt på at hovedformålet klart var skatteunddragelse og skatteundgåelse ved aktieombytningen. (SKM2012.281.ØLR, 2012)

Ovennævnte sag viser klart seriøsiteten af anmeldelseskravet i detaljer. Skattestyrelsens tilladelse for aktieombytning blev givet ud fra den forudsætning, at finansiering af nytægningen ville ske indenfor civilretlig gyldige og lovlige rammer.

6.3 Skattefri omstruktureringer uden tilladelse – det objektive spor

Det objektive system er skabt mere til virksomheder i koncernen for at lette adgangen til skattefri omstruktureringer. Ved at eliminere kravet om tilladelse til skattefri omstrukturering sparer virksomheden en del administrationsomkostninger i form af eventuelle advokatudgifter eller interne omkostninger vedrørende planlægning og ansøgning. Det objektive system tillader skattefri omstruktureringer uden krav om et forretningsmæssigt grundlag, men der er stadigvæk krav om overholdelse af reglerne, ligesom aktierne må ikke sælges indenfor en treårig periode efter omstruktureringen, medmindre vederlaget udelukkende er aktier og intet andet. (Sørense, 2021)

6.3.1 Spaltning uden tilladelse

Skattefri spaltning uden tilladelse defineres som en opdeling af et selskab i to eller flere nye selskaber, hvorved det oprindelige selskabs aktiver og passiver overføres til de nye selskaber, uden at der udløses beskatning. Processen kræver ikke indhentning en tilladelse fra Skattestyrelsen. Det betyder dog ikke, at der ikke er visse begrænsninger ved gennemførelsen af en sådan skattefri spaltning. Disse spaltninger er underlagt visse regler, der følger det objektive system for at forhindre misbrug og skatteundgåelse. Derfor er en skattefri spaltning uden tilladelse et alternativt redskab til omstrukturering i generationsskiftet, men uden en formel godkendelse fra Skattestyrelsen.

Skattefritagelsen gælder dog kun, hvis spaltningen opfylder særlige betingelser og krav. Disse krav kan omfatte omsætnings- og aktivstørrelse samt ejerforhold. Derudover er der også krav til aktionærernes ejerandel i de respektive selskaber. Hvis ejerandelene ikke opfylder de fastsatte krav, kan spaltningen ikke anses for at være skattefri uden tilladelse. En yderligere betingelse er formålet med spaltningen. Det må ikke være misbrug af reglerne, men derimod være et legitimt formål forbundet med selskabets frist eller driftsudvikling. Endelig er der krav til gennemførelsen af spaltningen, herunder proces, dokumentation og tidshorisont.

Udover ovennævnte krav er det også påkrævet, at disse selskaber overholder alle gældende love og regler inden for både lovgivningsmæssige og skattemæssige områder. Dette inkluderer, at selskaberne løbende har ajourførte regnskaber og opretholder en fejlfri

skattebetaling. Disse krav er vigtige for at sikre, at en skattefri spaltning uden tilladelse kun finder sted under strenge betingelser og inden for rammerne af lovgivninger. Selskabsretlig regulering af spaltning begyndte i 1992 med implementeringen af det 6. EU-direktiv om selskabsret i Danmark. Siden da har udviklingen været, at det nu er muligt at foretage spaltninger af både aktieselskaber og anpartsselskaber i henhold til selskabsloven §254. Desuden tillader selskabslovens §5, nr. 12, også grænseoverskridende spaltninger at blive gennemført selskabsretligt. (Bolander, 2021)

Betingelserne som skal overholdes før gennemførelse af en skattefri spaltning, indebærer kravet om, at hvis et selskab vil gennemføre en spaltning og der er flere deltagere i det indskydende selskab, hvoraf nogle har været deltagere i mindre end tre år uden at have flertallet af stemmerne, og samtidig deltager i den nye enhed efter spaltningen, ville de ikke kunne få flertallet af stemmerne i den nye enhed. Dette følger bestemmelsen i FUSL §15a, stk. 1, 8. pkt., som er blevet indført for at forhindre, at aktiver skattefrit overføres til tredjemand ved at optage denne som deltagere lige før en spaltning.

Betingelserne indebærer også selskabsdeltagere som driver forretningen med køb og salg af aktier jf. ABL § 17, som samtidig kan modtage skattefrit udbytte fra disse aktier i det indskydende selskab, vederlægges med andet end aktier i det modtagende selskab og i tilfælde der er tale om en grenspaltning. Grenspaltningen opstår når kun en del af det spaltede selskabs aktiver og gæld, overdrages til nystiftede aktie- eller anpartsselskaber som modtagende selskab. Derved ophører det indskydende selskab ikke, men eksisterer fortsat efter spaltningen, dog i en reduceret form. Når det indskydende selskabs aktiver og gæld som i helheden overdrages i det modtagende selskab, er der tale om en ophørsspaltning.

En betingelse for at kunne gennemføre en skattefri spaltning er også, at det indskydende selskab ikke må overdrage aktier i det indskydende selskab forud for spaltningen i en periode på 3 år, uden skattemæssig succession til eller flere selskaber, som er koncernforbundne med der overdragende eller overdragede selskab, og hvis aktier omfattes af ABL §4A, og §4B eller § 4C. Om selskaberne er koncernforbundne, afgøres ud fra KGL § 4, stk.2.

Skattefri spaltning kan desuden ikke gennemføres, hvis en selskabsdeltager som har bestemmende indflydelse i det indskydende selskab, JF. LL § 2, er hjemhørende i en stat, der ikke er medlem af EU/EØS, eller en stat som ikke har en dobbeltbeskatningsoverenskomst med Danmark. Begrænsningen skal sørge for at en skattepligtig avance på aktiver ikke kan

konverteres til en avance på aktier, som ikke kan beskattes i Danmark. Bestemmelsen skal sikre at der ved en spaltning ikke ske omgåelse af holdingselskabskrav. (Bolander, 2021)

Ifølge §15a i FUL skal selskaber, der efter spaltningen ejer mindst 10% af kapitalen i et af de deltagende selskaber i spaltningen, afstå fra at sælge aktier i dette eller disse selskaber i tre år efter spaltningens vedtagelse. Dette krav kaldes "holdingselskabskravet". Hvis holdingselskabskravet ikke er opfyldt og afståelsen sker inden udløbet af 3 år som udgangspunkt vil det medføre, at spaltningen ikke længere vil være skattefrit, men skattepligtigt.

6.3.2 Tilførsel af aktiver uden tilladelse

Tilførsel af aktiver refererer til en transaktion, hvor et selskab overfører en eller flere dele af sin virksomhed til et andet selskab uden at blive opløst, mod at modtage aktier eller anparter i det modtagende selskabs kapital. Tidligere blev denne proces reguleret af virksomhedsomdannelsesloven, men i forbindelse med implementeringen af direktiver fra 2009 blev reglerne om dette flyttet til fusionsskatteloven. Ifølge §15c, stk. 1 i fusionsskatteloven kan reglerne om skattefri tilførsel af aktiver anvendes, når både det selskab der overfører aktiver, og det modtagende selskab er omfattet af definitionen af et "selskab" i direktivets artikel 3 og ikke anses for at være transparente enheder i skattemæssig henseende her i landet.

6.3.3 Aktieombytning uden tilladelse

I selskabsretlig forstand indebærer ombytning af aktier oprettelsen af et nyt selskab ved at indskyde aktier eller anparter fra et eksisterende selskab. Det nyoprettede selskab bliver herefter moderselskab for det eksisterende. Ombytning af aktier kan også forekomme ved kapitalforhøjelse i et selskab gennem indskydelse af aktier. Denne aktieombytning, også kendt som fusion, udføres med successionsprincipper i henhold til ABL §36. Ifølge paragraffen stk. 6 er det muligt at ombytningen sker uden tilladelse, og ikke kræver tilladelse fra skattemyndigheder.

For aktieombytning uden tilladelse gælder også visse betingelser, ligesom andre omstruktureringer. Ifølge ABL §36, stk. 6, skal værdien af de aktier, der gives som vederlag, sammen med eventuel kontant udligning, svare til handelsværdien af de aktier, der ombyttes. For at sikre, at skattefri aktieombytning uden tilladelse ikke misbruges til at undgå beskatning af gevinster, kræves det, at det erhvervende selskab ikke sælger aktierne i det erhvervede selskab i en periode på tre år efter ombytningstidspunktet. Et eksempel på misbrug kunne

være, hvis en personaktionær, der ønsker at sælge sit driftsselskab, først gennemfører en skattefri aktieombytning uden tilladelse og derefter lader holdingselskabet sælge driftsselskabet skattefrit. Denne betingelse kaldes "holdingselskab kravet" og er fastlagt i ABL § 36, stk. 6, 3. pkt. (Skat, 2024) Afstås aktier i 3 års perioden, skal der gives meddelelse til Skattestyrelsen senest måned efter afståelsen. (Bolander, 2021)

6.4 A/B modellen

Denne model er også beskrevet i afsnit 4.3 under generationsskiftemodeller, derfor henvises der til dette afsnit.

6.5 Delkonklusion

De forskellige omstruktureringer i forbindelse med generationsskifte er varierende alt efter, hvordan selskab strukturen ønskes, dog er det et vigtigt element at overveje og planlægge omstruktureringer nøje, for at sikre en smidig overgang mellem generationerne. Dette kan indebære omstruktureringer af ejerskabet, hvor holdingselskaber stiftes eller opdeling af virksomheder i forskellige enheder for at lette ejerskabet for en glidende overgang af aktiver. Det kan være altafgørende for sagens smidige proces før at søge om tilladelse på forhånd, dog har vi set præcedens til at dette kan også være udfordret, da Skattestyrelsen vurderer og godkender sagerne på grundlag af indsendte oplysninger, og efter godkendelse kan disse gennemføres under overholdelse af de aftalte betingelser og lovgivningsmæssige krav. Manglende overholdelse af reglerne for aktieombytning og finansiering heraf kan føre til tilbagekaldelse af tilladelsen til ombytningen og medføre juridiske konsekvenser. Det er dog værd at bemærke, at korrekt gennemført kan en aktieombytning være en potentiel gavnlig proces for virksomheder, især dem der søger strategiske omstruktureringer i forbindelse med generationsskifte. Skatteplanlægning er en vigtig overvejelse i processen, da konsekvenserne af omstruktureringer indebærer en vis skatterisiko. Dette kan optimeres for både den afgivende og den modtagende generation. En omstrukturering kan omfatte ændringer i rettigheder og forpligtelser. Beslutningsprocessen mellem generationerne kan løses ved hjælp af udnævnelse af A-aktier og B-aktier, derved kan aktierne i driftsselskabet kan beskyttes mod eventuelle risici. Finansieringsmuligheder kan være en stor byrde i generationsskiftet, som skal overvejes i forbindelse med omstruktureringer for at finde den rette balance. Som konklusion i forhold til de beskrevne omstruktureringer er det afgørende at planlægge

omstruktureringer i forbindelse med generationsskiftet omhyggeligt, da det mest er skatteproblemer, der styrer processen samt at inddrage relevante rådgivere, såsom juridiske og skattemæssige eksperter for at sikre en vellykket overgang mellem generationerne.

Da casen med A-Leaf A/S gennemgår en del omstrukturering før den endelige selskabsstruktur, betragtes sagen som relevant for ikke at ende i en situation som i ovennævnte sag.

7. Præsentation af casevirksomheden

Anders Grimstrup-Larsen grundlagde i 2013 selskabet A-Leaf ApS, som senere blev omdannet til A-Leaf A/S. Med sin store erfaring inden for vindindustrien kunne Anders se behovet for at skabe et selskab, der kunne tilbyde specialiseret konsulenttydelser inden for branchen til tunge stål-, vind- og infrastrukturprojekter. Anders Grimstrup-Larsen kunne se potentialet i at skabe en virksomhed, som kunne levere ydelser i ekspert-konsulenter med stor brancheerfaring, med den rette kulturforståelse og personlighedstræk for at kunne ~~for at kunne~~ sikre en effektiv projektledelse med høj kvalitet, samt overholdelse af sundheds-, miljø- og sikkerhedsmæssige regler, som er påkrævet.

Derfor grundlagde Anders Grimstrup-Larsen A-Leaf med et fokus på at kunne optimere projekter samt minimere fejl, og undgå dyre forsinkelser. Dette skulle sikres ved at levering igennem kvalificerede specialister med den relevante erfaring inden for såvel onshore som offshore industrien.

7.1 Værdier

Med et stort netværk inden for vindindustrien og med kunder som Vestas og Siemens skabte Anders Grimstrup-Larsen A-Leaf som hurtigt voksede og skabte overskud. Siden 2013 har selskabet været en af de førende leverandører inden for kvalitets-, projekt-, og HSE-ledelse inden for tunge stål-, vind- og infrastrukturprojekter.

Selskabet kunne skabe deres succes ved at have klare værdier, som selskabet siden stiftelsen har holdt fast i. Selskabet beskriver 6 værdier som danner grundlaget for A-Leaf. Disse er gennemsigtighed, ansvarlighed, integritet, agilitet, værdiskabelse og kvalitet.

Gennemsigtigheden skal være grundlaget for enhver vellykket samarbejde, som har til formål

at skabe tillid. Denne gennemsigtighed skal derfor skabe og opbygge tillid hos kunderne, som er afgørende for at sikre succesen for ethvert projekt.

Samfundet i Danmark og i omverdenen har større og større fokus på miljøet og klimaet, derfor anser A-Leaf deres arbejde som en del af deres måde at tage del i det fælles ansvar for at sikre miljøet og fremtiden, da de erkender at deres handlinger og beslutninger kan have betydelige konsekvenser. Det er derfor, selskabet har taget ansvarlig og bæredygtig tilgang til alle projekter.

A-Leaf har igennem en lang historik med specialister, projektorganisationer samt rådgivning, til de førende virksomhederne indenfor vindindustrien og infrastruktur, i både indland såvel som udland, entreprenører samt underleverandører.

I 2022 gennemførte A-Leaf en større auditeringsproces i forbindelse med ISP-Certificering, hvilket har resulteret i, at selskabet er certificeret inden for ISO 9001, ISO 14001 samt ISO 45001.

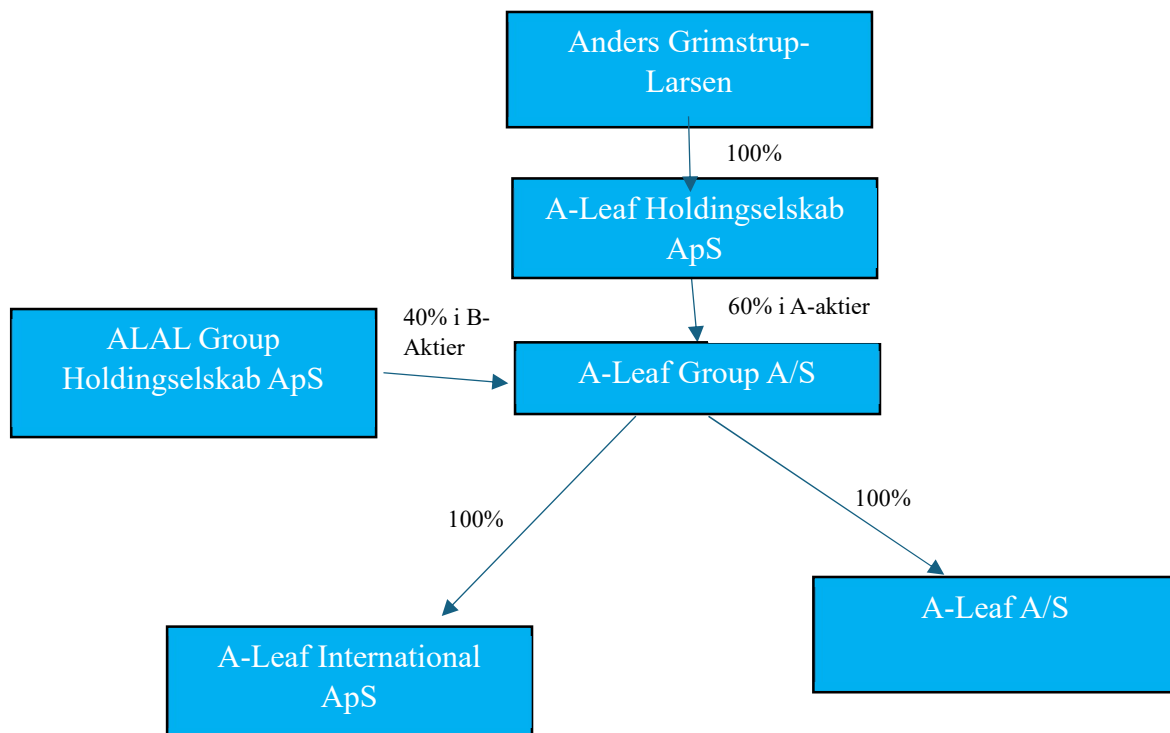
Selskabet tilbyder specialiseret service inden for:

- Tekniske due diligence og kapacitets analyse
- Projektstyring
- Projektledelse
- Kontraktstyring
- Risikostyring
- Økonomistyring
- Sundhed, sikkerhed og miljøstyring
- Kvalitetsledelse
- Kvalitetsinspektion
- Hele projektorganisationer med en kombination af ovenstående specialister

Selskabet tilbyder specialister indenfor følgende områder:

- Svejsning
- NDT (None-destructive testing)
- FROCIO & NACE (coating/maling af stål)
- EN & ISO-certificering
- Produktions- og driftsoptimering inden for tung industri
- Dokumentation og teknisk tegning
- Flydende vind
- Fundamenter MP / TP / Jackets

7.2 Selskabet konstruktion



Figur 11: Egen tilretning, organisationens opbygning

Anders Grimstrup-Larsen grundlagde i 2013 A-Leaf ApS, som efter en omdannelse til aktieselskab i 2023 kom til at hedde A-Leaf A/S. I 2015 dannede Anders G. Larsen et A-Leaf Holdingselskab ApS, som havde til formål at være holdingselskab for underliggende virksomheder. For at komme ind på det store internationale marked dannede Anders G-Larsen i 2021 selskabet Andes G. Larsen A-Leaf International ApS. Efter en større omstrukturering i 2022 ser selskab strukturen ud som vist i ovenstående figur. Anders G. Larsen kunne se sin private formue vokse, og ville gerne give noget af denne succes videre til sine fire børn. Derfor stiftede han selskabet ALAL Group Holdingselskab ApS, som han efterfølgende gav til sine fire børn i gave, for at børnene skulle få del i succesen og være en del af virksomheden som også hans kone var med i, og derved være et familieføretagende, skulle ALAL Group Holdingselskab ApS overtage 40% af kapitalandelene i A-Leaf Group Holdingselskab A/S. Dette gjorde han ved at overdrage kapitalandelene imod et gældsbrev, som ALAL Group Holdingselskab ApS skal afdrage på i form af udbytte fra A-Leaf Group A/S. A-Leaf Group

overtog samtidig anparterne i selskaberne A-Leaf International ApS og A-Leaf A/S, ligeledes imod et gældsbrief.

Anders G. Larsen sætter stor ære i hårdt arbejde for at opnå succes, dette kan komme ved en bekostning af familielivet, derfor var det vigtigt at konen Marianne G. Larsen også kom med i bestyrelsen, og var ansat i selskabet, så de kunne have deres daglige gang, Anders har selv opbygget hele koncernen, og ser en stor ære i at kunne holde dette i familien, hvorfor et generationsskifte på sigt synes oplagt.

8. Analyse af casevirksomheden

For at danne et overblik over A-Leaf konkurrencemæssige situation, udarbejdes en analyse over markedet for vindenergi, samt en analyse over selskabet styrker og svagheder, samt trusler og muligheder på markedet.

8.1 Markedsanalyse

For at skabe et overblik og evaluere de eksterne faktorer, som påvirker A-Leaf A/S miljø, udarbejdes en PESTEL-Analyse, kommer vi ind over de politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og lovmæssige faktorer, som igennem en analyse skal danne en dybere forståelse for de omgivende forhold, som kan påvirke selskabets drift, samt selskabets strategiske beslutninger. Denne analyse har også til formål at identificere de risici, muligheder, trends og ændringer der er i omverdenen, og som kan give et billede af den økonomiske værdi af selskabets ved at se på selskabets services relevans.

8.1.1 Politiske faktorer

De politiske faktorer som kan påvirke A-Leaf A/S, er faktorer som er politisk bestemte. Dette kan være støttepolitikker og incitament fra den siddende regering til fremme af vedvarende energi, herunder skatteincitament samt subsidier til vindenergi.

Det er i Danmark politisk bestemt, at vi i 2050 skal være uafhængig af fossile brændsler som gas, olie og kul. Omstillingen til mere grønne energikilder skal skabe en større energiforsyningssikkerhed, samt også en mere stabil sikkerhed.

I Danmark og inden for dansk energipolitik er traditionen, at de energipolitiske aftaler styrer energipolitikken med en bred kreds af Folketingets partier. Det vil altså sige, at der i Danmark politisk er stor fokus og opbakning til at skabe en energi, som er baseret på grønne vedvarende energikilder såsom vindenergi.

Når vi snakker om politiske faktorer til vindenergien, er det også relevant at have lovgivningen omkring miljøbeskyttelse samt reduktion af drivfasemissioner med, disse som kan påvirke efterspørgslen efter vedvarende energikilder som vind. Denne brede politiske opbakning inden for energipolitikken, sikre en stabilitet for de virksomheder, som arbejder inden for de brancher, som denne politik berører, og skaber god grobund for etablering af virksomheder og investeringer. Den seneste aftale blev indgået i 2018, hvor alle Folketingets partier var med, og som indebærer en massiv grøn satsning frem mod 2023 (Erhvervsstyrelsen, 2024)

Der er i Danmark stor debat omkring regulering af landanvendelse samt tilladelser til opførelse af vindmølleparker, som også beskrives under de sociale faktorer.

8.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomien har en stor påvirkning på forbrugernes måde at agere på. Dette vil også sige, at økonomien spiller en stor rolle for fremtiden for vindindustrien.

I 2023 udbyder Energistyrelsen en tilskudspulje på 80 millioner kroner, som har til formål at give økonomisk tilskud til opstilling af fuldskala forsøgsvindmøller på land Jf.

Bekendtgørelse nr. 675 af 2. juni 2023 om investeringsstøtte til forsøgsvindmøller på land.(Erhvervsstyrelsen, 2024a) Denne pulje er tiltænkt dels til opstillere af disse forsøgsvindmøller på de landlige nationale testcentre, og dels til producenter, fabrikanter samt andre opstillere som er udenfor de landlige nationale testcentre. Man forventer at man i 2024 tilføre yderligere midler til denne pulje. (Erhvervsstyrelsen, 2024a)

Prisen på fossile brændstoffer som olie, kul og naturgas kan, som man har set de senere år, variere betydeligt på grund udbud og efterspørgsel, på grund af naturkatastrofer og politiske beslutninger som de sanktioner, vi har set det efter Ruslands invasion af Ukraine. Når prisen på de fossile brændstoffer stiger, bliver alternative energikilder, såsom vindenergi mere

attraktive for forbrugerne samt energiselskaberne, men hvis prisen falder, kan dette også mindske forbrugernes og energiselskabernes incitament til at skulle investere i vedvarende energikilder, da disse kan være billigere og derved mere konkurrencedygtige.

(Energistyrelsen, 2024)

Hvis vi ser på prisen for vindenergi over de seneste år, er prisen faldet markant, hvilket primært kan forklares med det teknologiske fremskridt samt fordelene. Vindenergien konkurrenceevne er stadig meget afhængighed af priserne på fossile brændstoffer. Hvis prisen for fossile brændstoffer stiger og er høje, vil vindenergi være mere konkurrencedygtig, da man her over en tid har lavere omkostninger, og derved kan mindske sårbarheden over for prisvolatilitet på de fossile brændstoffer. Omvendt vil lave priser på fossile brændstoffer gøre, at vindenergi er dyrere i på kort sigt. (Energistyrelsen, 2024)

De seneste år er prisen for energi steget kraftigt. Det kan nævnes, at prisen for naturgas i oktober 2021 er syv gange højere, end den var i oktober 2021, og prisen i 2024 forsat er høj. Denne udvikling i priserne for naturgas skal også ses i lyset af, at man i 2020, da man var i starten af Corona pandemien, oplevede en næsten halvering af prisen. Efter Ruslands invasion af Ukraine oplevede man en stor stigning i prisen for naturgas og andre fossile brændstoffer. Dette skyldes dels de sanktioner EU og andre vestlige lande indførte overfor Rusland, da man så hurtigt så, at man ikke ville være afhængig af russisk gas. (Concito, 2024)

Stigningen i energipriserne rammer ikke kun de fossile brændstoffer. Der har også været en stigning i elpriserne. Hvis man sammenligner stigningerne i priserne, kan man se, at prisen på for eksempel gas er steget lige så meget, som prisen på el. Dette gør dog ikke, at det ikke er attraktivt at investere i produktions udstyr, elbiler og så videre, da el er et mere energieffektivt middel, som gør, at dette er mere fordelagtigt at anvende frem for de fossile brændstoffer.

For virksomheder vil det også være mere attraktivt at anvende el set med et økonomiske perspektiv, da dette kan være med til at effektivisere virksomhederne, som har en elektrificeret produktion. Dette fordi el er mere energieffektivt, og kan gøre disse virksomheder mere konkurrencedygtige overfor andre virksomheder, som har en produktion, som er drevet på fossilebrændstoffer. (Green Power Denmark, 2024)

8.1.3 Sociale faktorer

En anden faktor som spiller ind, er de sociale faktorer i samfundet. Vi oplever i verdens store klima forandringer, og der er generelt stort fokus på klimaet både politik men også for de enkelte forbrugere.

Analysen foretaget af Dansk Erhverv viser, at 73 procent af danskerne er optaget af klimaforbedringer i nogen eller høj grad, mens 78 procent er optaget af miljøforbedringer. Analysen viser, at det er halvdelen af dansker, som går op i at tage hensyn til klimaet og miljøet ved deres indkøb. (Dansk Erhverv, 2024)

Analysen viser også, at der generelt fra forbrugernes side er stor fokus på, at der skal gøres mere for at sikre et godt og sundt klima på jorden, og at de nuværende klimaforandringer skal bremses. Analysen viser, at hele 72 procent af danskerne har en holdning til, at de danske politikere skal gøre mere for at håndtere disse klimaforandringer. Denne analyse viser, at danskerne mener, at den største udfordring verdens står overfor er klimaforandringerne. Hele 61 procent af de adspurgte svare, at det er klimaforandringerne, som er det mest alvorlige problem, også større end krige og fattigdom. Dette viser, at danskerne som samfund ser et stort behov for at omstille til mere grøn og klimavenlig produktion. (Information, 2024)

En europæisk undersøgelse viser, at Danmark er i toppen over EU-lande, som er positiv stemte overfor den grønne omstilling af energikilder. Undersøgelsen viser, at fire ud af fem danskere mener, at den grønne omstilling af energien er den rigtige vej at gå. (Ritzau, 2024)

Hvis vi ser på danskernes holdning til opstilling af vindmøller på land i Danmark, viser undersøgelser, at to ud af tre danskere ønsker, at der bliver opstillet flere vindmøller. Samtidig viser analysen foretaget af dansk erhverv, at 38 procent af danskere også er blevet mere positiv stemte overfor vindmøller som opstilles i egen kommune, og denne opbakning er stabil set hen over landet. Samtidig viser analysen også, at danskerne generelt ønsker, at godkendelsesprocesserne for vedvarende energi skal være hurtigere, og at myndighederne skal effektivisere denne proces for hurtigere at kunne opstille for eksempel vindmøller. Det er nemlig hele 9 ud af 10 danskere, som ønsker dette. (Erhvervsstyrelsen, 2024a)

Vindmølleindustrien skaber beskæftigelse for Danmark, og derfor er det vigtigt, at vi forsat er hjemsted for de virksomheder, som skaber arbejdspladser indenfor videns arbejde og

industriel produktion, hvis man spørger samfundsøkonomer og politikere.

Vindmølleindustrien er et godt eksempel på sådanne. Danmark er et af de førernde lande inden for produktion og udvikling af vindmøller og vindteknologi. Cirka en tredjedel af de vindmøller, som er opstillet i Europa, er af et dansk fabrikat, og især inden for de vindmøller, som er opført på hav, er hele 90 procent af disse fra en dansk producent. Derudover er der også mange underleverandører, som er danske, og som i stigende grad gør sig gældende inden for den globale konkurrence, hvilket kommer til at give store eksportmuligheder til mange forskellige lande. Denne udvikling viser en stigning i beskæftigelsen i Danmark inden for vindmølleindustrien, som gavner ikke bare det danske samfund som helhed, men også de lokale samfund som skaber arbejdspladser og tilflytning til de lokale samfund. (Viden om vind, 2024)

8.1.4 Teknologiske faktorer

Hvis vi ser på de teknologiske faktorer, som også spiller en stor rolle, ser vi en stigning på eksporten af energiteknologi. Vi ser en stor stigning af patenter inden for power to X, som er teknologier til omdannelse af Grøn strøm til grønne brændsler. Hertil viser analyser, at de vestlige virksomheder er de førende inden for innovationen samt den kommercielle udnyttelse af de grønne teknologier inden for den grønne energi.

Danmark er et land, som er godt med inden for teknologien af denne omdannelse af grøn strøm, dog viser analysen at aktiviteten på globalt plan overstiger den danske aktivitet. Dette gør, at danske aktører skal søge at forsøge sig på de udenlandske markeder med en god solid grobund i Danmark, hvor der er stor opbakning fra politisk side samt opbakning til innovation af teknologien.

Hvis man skal se på udfordringer, findes disse i implementering samt opskalering af teknologien inden for power-to-x samtidigt med, at man ønsker, at anlæggene skal være økonomiske attraktive og være mest muligt optimale set med energimæssige perspektiver, og dette er området hvor Danmark og A-Leaf A/S kan opnå en international styrkeposition.

8.1.5 Miljømæssige faktorer

De miljømæssige faktorer der spiller en rolle for A-Leaf A/S og vindmølleindustrien, skal vi se på virkningen af vindmølleparkerne på det lokale miljø, samt de foranstaltninger som er mulige for at minimere miljøpåvirkningerne. Hvis vi ser over en periode på de seneste 25 år, har det vist sig, at havvindmøller har miljømæssige fordele, da den elektricitet som

produceres her af, kan erstatte elproduktion, som er baseret på fossile brændstoffer. Og kan minimere udledningen af Co2. (Energistyrelsen, 2024a)

Dog viser det sig, at havvindmøller også kan have konsekvenser for miljøet, for marine omgivelserne som er nærliggende disse havvindmøller, og at disse påvirker omgivelserne omkring. Man har lavet omfattende miljøovervågningsprogrammer i forbindelse med opførslen af Horns Rev I samt Nysted. Disse havde til formål at lave en detaljeret måling af miljøforholdene før og efter opstilling af vindmølleparkerne. Dette viste, at det er muligt at lave og konstruere havvindmølleparkerne, så disse kunne opføres på en bæredygtig måde og uden at have væsentlige konsekvenser for naturen. Dette viser, at der her er mulighed for at udvikle måder, hvor man kan sikre miljømæssige teknologier, som kan minimere skader og konsekvenser for miljøet yderligere. (Energistyrelsen, 2024a)

Samfundet har større og større fokus på miljøet. Der findes derfor miljøcertifikater, som har til formål at vise, at man overholder regler, normer og man lever op til miljømål. ISO 14001: 2015 er derfor et certifikat, som selskaberne kan blive certificeret med for at vise, at man lever op til netop dette. ISO 14001: 2015 er internationalt anerkendt som en miljøledelsesstandard, som skal danne rammerne for, hvad en virksomhed systematisk skal gøre for at opnå miljøforbedringer. A-Leaf A/S har opnået denne certificering (Vicatheaq, 2024)

8.1.6 Lovmæssige faktorer

EU's har et klimamål, som hedder, at EU vil reducere Co2-udledningen med 55% i 2030. Dette skal ses i sammenligning med udledningen i 1990. Dette mål kom i hus i 2015, hvor 196 lande skrev under på FN's klimaaftale i Paris, som skal sikre målet om at undgå at klodens temperatur stiger mere end 2 grader. De underskrivende lande forpligtede sig i denne forbindelse til at dele deres nationale klimahandlingsplaner samt at fortælle, hvor meget de havde til hensigt at reducere deres udledninger af drivhusgasser. Derfor meldte EU på vegne af blandt andet Danmark, at man ville mindske udledningen med 55% inden 2023. (Folketinget EU.dk, 2024)

I Danmark har vi en klimalov, som skal sikre, at Danmark er med til at reducere denne udledning af Co2. I klimalovens bestemmelse står der, at Danmark i 2030 skal have reduceret sine udledninger med 70 procent i forhold til 1990 (Energistyrelsen, 2024b)

Som led i at reducere udledningen af drivhusgasser i atmosfæren udarbejdede EU en lov om Co2 kvoter. Én Co2 kvote giver virksomheder ret til at udlede et ton Co2. Inden for energiintensive industrier og kraftproduktionen får virksomheder tildelt en vis mængde Co2-kvoter, som virksomheden selv kan udnytte, eller anvende til at handle med andre virksomheder. Dette system skal skabe økonomiske incitamenter for virksomhederne, til at nedbringe deres Co2 udledninger og fremme investeringerne i mere bæredygtige teknologier. (Energistyrelsen, 2024c)

Co2 kvoterne har også påvirkning på prisen af el. I produktionen af el bruger man grønne kilder såsom vind og sol til henholdsvis vindmøller og solpaneler, men man bruger også i andre tilfælde fossile brændstoffer såsom olie, kul eller gas. Det vil altså sige, at Co2 udledningen er størst, hvis der ingen vind eller sol er. Så man vil være tvunget til at anvende de fossile brændstoffer. Co2 kvoterne gør, at når producenten af el er tvunget til at anvende fossile brændsler, er producenten nødsaget til at købe flere Co2 kvoter for at kompensere for udledningen af CO2 i denne forbindelse, og derved er produktionen af strøm ved anvendelse af fossile brændsler dyrere end ved anvendelse af for eksempel solpaneler eller vindmøller. Dette gør også at producenter har højere omkostninger, som skal dækkes ved dyrere elpriser for forbrugerne. (Ewii, 2024)

8.1.7 Opsummering

Konklusionen af PESTEL-analysen er, at der forsat er storpolitisk og social opbakning til vedvarende energikilder samt udviklingen af teknologien heraf. Politisk arbejdes der på, at brugen af den vedvarende energi stadig skal være større og større, og Danmark at skal være uafhængig af fossile brændstoffer inden 2050. Samtidig er der globalt set også stor opbakning til omstillingen. Social set er der større og større opbakning til, at der skal opstilles flere vindmøller i Danmark, og at godkendelsesprocessen til tilladelser af opførsler af vindmøller skal gå hurtigere, og være lettere for investorer at investere i. Rent lovmæssigt er der fokus på og allerede indførte love, som skal gøre det mere attraktivt for virksomheder og privatpersoner at investere i vedvarende energikilder, som også fremmer branchen.

Økonomien inden for vedvarende energi er stigende, og der er oprettet økonomiske puljer, som skal give tilskud til investeringer i disse energikilder, og der forventes at tilføres yderligere midler til disse puljer.

Samlet set kan prisvolatilitet på energimarkederne, specielt på de fossile brændstoffer, påvirke konkurrenceevnen for vindenergi både på kort og lang sigt. En stabil og forudsigelig prisstruktur på energimarkederne samt politisk støtte til vedvarende energikilder kan være en afgørende faktor for at fremme vindenergien som en konkurrencedygtig energikilde på det globale plan.

8.2 Porters five forces

For at identificere trusler og muligheder i det eksterne miljø

8.2.1 Trusselsniveau fra nye indtrædere

Nå vi ser på Porters Five Forces, er det første, vi skal se på trusselsniveauet fra nye indtrædere på markedet, og dette for at danne et indtryk af, hvor stor denne potentielle trussel er.

Hvis vi ser på de barrierer, der er for nye indtrædere på markedet for vindindustrien, findes der en stor barriere i opstarten for nye virksomheder inden for dette marked, Vindmølle industrien kræver, at man som ny indtræder på dette marked, skal lave store og betydelige investeringer for at komme ind på dette marked. Dette kunne for eksempel være i form af investeringer i infrastruktur eller uddannelse af knowhow eller oplæring, ansættelse eller konsulentbidrag. Derudover er der mange love og regler samt krav til at kunne starte op inden for denne industri.

Ud over store investeringskrav i opstartsfasen, er vindindustrien også et marked, som vil give nye indtrædere udfordringer på den teknologiske front. Vindindustriens udvikling af avancerede vindmølle-teknologier og tilhørende infrastruktur kræver, at man finder specialiseret knowhow samt forskning og udvikling af disse teknologier for at gøre sig gældende inden for denne industri. De eksisterende virksomheder inden for industrien, må anses for at have et større forspring på dette område i form af flere års erfaring og gode etablerede kontakter og relationer, som ville kunne gøre det vanskeligt for nye konkurrenter at matche deres teknologiske kapacitet og viden.

Dette bringer os til en anden og betydelige faktorer, som er etablering af kontakter og relationer, som mange virksomheder inden for vindindustrien allerede har etableret. Mange andre virksomheder har langsigtede kontrakter og relationer med leverandører, kunde og andre interessenter. Disse allerede eksisterende forbindelser vil kunne skabe en vis form for barrierer for nye konkurrenter for at etablere sig på markedet.

Vindindustrien er ofte underlagt strenge reguleringsmæssige standarder og krav, herunder miljøgodkendelser, zonelovgivning samt støtteordninger. Disse reguleringsmæssige hindringer kan også gøre det vanskeligt samt tidskrævende for nye aktører at navigere i denne branche.

Når vi nu har kigget på alle de faktorer, som er eller kan være en hindring for nye aktører på markedet, er det også værd at se på de faktorer, som kan gøre truslen fra nye indtrædere større. Den teknologiske innovation, hvis nye virksomheder udvikler en banebrydende teknologi inden for vindenergi, kan den potentielt diskutere markedet og muligvis reducere opstartsbarrierne,

Derudover er der en stigende interesse for vedvarende energi, og med denne stigende interesse og bekymringer over klimaforandringer samt ønsket om at reducere afhængigheden af de fossile brændstoffer, kunne skabe en øget tiltrækningskraft for nye virksomheder til at deltage i udviklingen af vindenergi. Faktorerne i forhold til den globale vækst inden for vedvarende energi, her stiger efterspørgslen efter vindenergi på det globale plan, hvilket også kan tiltrække nye aktører særligt i regioner, hvor der er stort potentiale for vindenergi.

Trusselsniveauet fra nye indtrædere må konkluderes som en lav trussel, da man i vindindustrien generelt set har høje start omkostninger og komplekse regulatoriske krav. Det vil altså sige, at et nyt firma i branchen skal investere betydelige ressourcer i infrastruktur, teknologi og knowhow for at kunne konkurrere effektivt. Derudover er der allerede etablerede virksomheder, som har stærke brands og langsigtede kontrakter.

8.2.2 Trusselsniveau fra substitutter

Det er vigtigt at kigge på substitutter til vindindustrien, og hvad der findes af alternativer til vindenergi inden for vedvarende energikilder.

Substitutter i vindindustrien kan omfatte andre former for vedvarende energikilder som solenergi, vandkraft og biomasse. Hvis disse alternative energikilder bliver mere omkostningseffektive eller teknologisk avancerede, kan de udgøre en trussel ved at konkurrere om det samme marked.

Selvom der er en generel tendens til at skifte til vedvarende energikilder, er fossile brændstoffer stadig en væsentlig energikilde globalt set. Hvis priserne på fossile brændstoffer falder betydeligt, kan det mindske efterspørgslen efter vindenergi og dermed udgøre en trussel som substitut.

Øget fokus på energieffektivitet og konservation kan reducere behovet for nye energiproduktionskapaciteter generelt herunder vindenergi. Teknologiske fremskridt inden for energilagring og energieffektivitet i bygninger og transport kan også påvirke efterspørgslen efter vindenergi.

Samlet set er trusselsniveauet fra substitutter for virksomheder i vindindustrien moderat. Mens der er konkurrerende energikilder og teknologier på markedet, er vindenergi stadig en væsentlig og voksende del af den globale energimix. Dog er det vigtigt for virksomheder i vindindustrien at forblive opmærksomme på udviklingen inden for alternative energikilder og energieffektivitet for at forblive konkurrencedygtige og tilpasse deres strategier efter behov.

Trusselsniveau fra substitutter må konkluderes som en middeltrussel, da potentielle substitutter til vindenergi kan omfatte andre former for vedvarende energi såsom solenergi eller biomasse. Derudover kan konventionelle energikilder, såsom olie, kul eller gas også svære substitutter. Det konkluderes dog, at vedvarende energikilder ofte har støtte fra politisk side i form af politikker for klimaændringer og bæredygtighed, hvilket reducerer tiltrækningskraften af konventionelle energikilder.

8.2.3 Forhandlingsstyrke fra leverandører

En anden faktor i Porters Five forces er forhandlingsstyrken fra leverandørerne. Denne faktor er vigtig, da det kræver gode stabile forhold og langsigtede kontrakter fra leverandører at være en aktør på markedet, der gør sig gældende, og som står stærkt. Her kan

leverandørerne også stille krav, som kan gøre det vanskeligt for både nye aktører på markedet eller allerede aktuelle aktører.

Leverandører af specialiserede komponenter til vindmøller, såsom rotorblade, generatorer og gearkasser kan have en vis forhandlingsstyrke, især hvis deres produkter er unikke eller vanskelige at erstatte. Virksomheder i vindindustrien er afhængige af pålidelige og kvalitetsprodukter fra disse leverandører, hvilket kan give leverandørerne en vis magt.

Hvis der kun er få leverandører af afgørende komponenter til vindmøller, kan dette øge deres forhandlingsstyrke. De kan udnytte deres position til at forhandle højere priser eller bedre vilkår, da virksomhederne i vindindustrien kan have begrænsede alternativer.

Med den stigende efterspørgsel efter vindenergi kan leverandørerne opleve øget efterspørgsel efter deres produkter og tjenester. Dette kan styrke deres forhandlingsposition, især hvis de har kapacitetsbegrænsninger eller kan tilbyde differentierede produkter.

Hvis det er dyrt eller tidskrævende for vindindustriens virksomheder at skifte leverandører, kan dette give leverandørerne en vis forhandlingsstyrke. Hvis virksomhederne er bundet af langsigtede kontrakter eller har investeret betydelige ressourcer i at integrere en bestemt leverandørs produkter, kan de være mindre tilbøjelige til at forhandle aggressivt.

På trods af de faktorer som kan gøre forhandlingsstyrken fra leverandørerne i vindindustrien høj, dog er der over faktorer som kan gøre forhandlingsstyrken i industrien mere moderat, de modvægtende faktorer kan være konkurrence blandt leverandørerne samt intern produktion.

Hvis der er flere leverandører, der tilbyder lignende produkter og tjenester, kan dette reducere leverandørernes forhandlingsstyrke. Virksomheder i vindindustrien kan udnytte konkurrencen mellem leverandører til at opnå mere fordelagtige priser og vilkår.

Nogle virksomheder i vindindustrien vælger at internalisere visse produktionsprocesser eller udvikle strategiske partnerskaber med leverandører for at sikre adgang til nøglekomponenter til konkurrencedygtige priser og betingelser.

Forhandlingsstyrke fra leverandører konkluderes til middel til lav styrke da leverandører af vindmølle komponenter, knowhow og serviceydelser kan have en vis forhandlingsstyrke på grund af den specialiserede teknologiske kapacitet. Dog er der flere leverandører på markedet, hvilket begrænser deres individuelle magt. Derover kan vindenergivirksomheder ofte forhandle langsigtede forsyningsaftaler for at sikre de stabile priser-og forsyninger.

8.2.4 Forhandlingsstyrke fra købere

Forhandlingsstyrken fra købere kan i vindmølleindustrien være moderat eller endda høj. Dette kan skabe problemer for aktører inden for dette marked. De faktorer, der kan spille ind her, kan være flere, som vi her vil se på.

Den første faktor der kan øge trusselniveauet fra købere, er køberens krav til prisen samt kvaliteten. Købere af vindenergi, såsom energiselskaber, kan have høje forventninger til både prisen på den producerede energi og kvaliteten af de leverede produkter og tjenester. Dette kan sætte pres på virksomheder i vindindustrien for at levere konkurrencedygtige priser og høj kvalitet for at tiltrække og fastholde kunderne.

Langsigtede kontrakter er almindelige i vindindustrien, og hvis en virksomhed er bundet af en sådan kontrakt med en køber, kan det begrænse dens evne til at tilpasse sig ændringer i markedet eller forhandle bedre betingelser. Dette kan øge køberens forhandlingsstyrke.

Hvis købere har flere alternativer til vindenergi, såsom solenergi eller traditionelle fossile brændstoffer, kan det øge deres forhandlingsstyrke. De kan true med at skifte til en anden energikilde, hvis de ikke er tilfredse med priserne eller kvaliteten på vindenergi.

Der kan også være pres fra slutbrugere af elektricitet, virksomheder og forbrugere, der ønsker mere vedvarende energi i deres forsyningsmiks. Dette kan øge køberens forhandlingsstyrke ved at skabe efterspørgsel efter mere fordelagtige priser og vilkår fra vind-industriens virksomheder.

Nogle lande har stærke reguleringer og støtteordninger for vedvarende energi, hvilket kan påvirke køberens magt. For eksempel kan incitamentet som tilskud og støtteordninger påvirke, hvor attraktiv vindenergi er for købere og dermed påvirke deres forhandlingsposition.

Forhandlingsstyrke fra købere konkluderes til middel til højt, da købere af vindenergi samt knowhow, såsom energiselskaber og forbrugere, kan have en vis forhandlingsstyrke på grund af den stigende konkurrence på energimarkederne og efterspørgslen efter prisfølsomhed. Dog kan langsigtede og politiske støtteordninger for vedvarende energi reducere købernes forhandlingsstyrke.

8.2.5 Konkurrenceintensitet inden for branchen

Konkurrenceintensiteten er lige så relevant som de andre faktorer, da den beskriver den konkurrence, og hvor hård denne konkurrence inden for vindindustrien er, og hvordan virksomheden skal differentiere sig for at kunne gøre sig aktuel.

Der er en betydelig konkurrence inden for vindindustrien med flere virksomheder, der opererer på globalt plan og konkurrerer om markedsandele. Dette øgede antal aktører bidrager til konkurrenceintensiteten.

Vindindustrien har oplevet betydelig vækst i de seneste år, drevet af stigende efterspørgsel efter vedvarende energikilder og teknologiske fremskridt inden for vindmølleproduktion og installation. Denne vækst tiltrækker nye virksomheder og forstærker konkurrencen.

Der er en vis grad af produktdifferentiering inden for vindindustrien med virksomheder, der tilbyder forskellige typer vindmøller, teknologier og servicepakker. Dette skaber konkurrence om innovation og kvalitet, hvilket bidrager til intensiteten af konkurrencen.

Prisen på vindenergi er ofte en vigtig faktor for kunderne, hvilket fører til intens priskonkurrence mellem virksomhederne. Dette kan påvirke virksomhedernes indtjening og presse dem til at finde måder at reducere omkostningerne og forbedre effektiviteten.

Teknologiske fremskridt, herunder effektivitetsforbedringer og omkostningsreduktioner inden for vindmølleproduktion og drift, påvirker konkurrenceintensiteten ved at tillade virksomheder at differentiere sig og opnå konkurrencefordele gennem innovation.

Vindindustrien er i høj grad globaliseret med virksomheder, der opererer på tværs af landegrænser og konkurrerer om projekter og markedsandele på verdensplan. Denne globalisering øger konkurrenceintensiteten, da virksomheder kæmper om at udvide deres tilstedeværelse på nye markeder og forhandle kontrakter.

Konkurrenceintensitet inden for branchen konkluderes til høj intensitet, da konkurrencen inden for vindindustrien er intens. Der florerer store udbydere på markedet, som alle kæmper for at opnå større markedsandele. Derudover er der også konstante teknologiske fremskridt og prispressere, der driver innovation og effektiviteten. Differentiering af produkter og tjeneste samt fokus på omkostningsstyring er derfor en afgørende faktor for at opretholde konkurrenceevnen.

8.3 Delkonklusion

Samlet set er vindindustrien udfordrende, men også en attraktiv branche, da den er voksende og vurderes til at fortsætte med at vokse som en vigtig kilde til vedvarende energi.

Virksomheder i denne branche og deres leverandører skal kunne navigere forsigtigt gennem konkurrence og udnytte mulighederne for at opretholde en bæredygtig position på markedet.

9. Værdiansættelse af A-Leaf A/S

Vi har beregnet værdiansættelsen af A-Leaf ud fra de 4 modeller, som tidligere er beskrevet i opgaven.

9.1 DCF-Modellen

I følgende afsnit vil vi foretaget en værdiansættelse af A-Leaf A/S ud fra DCF-modellen, denne beregning vil stepvis blive gennemgået og forklaret. Overordnet kan man inddele modellen i 5 steps, som er følgende:

Step 1 - Bestemmelse af cash flow for budgetperioden

Step 2 - Tilbagediskontering af cash flowet

Step 3 – Bestemmelse af Terminalværdien

Step 4 – Tilbagediskontering af terminalværdien

Step 5 – Beregning af værdien af A-Leaf A/S

9.1.1 Step 1 – Bestemmelse af cash flow for budgetperioden

Det første step på vejen mod at beregne markedsværdien, er at estimere det forventede cash flow. For at beregne det forventede frie cash flow er det nødvendigt at udarbejde et budget. Det er afgørende at udarbejde et så præcist budget som muligt, da modellen er følsom overfor ændringer i dette budget.

Valget af budgetperiode bør være hensigtsmæssigt for virksomheden med det formål at præsentere et pålideligt og stabilt resultat. Normal vil budgetperiodens længde ~~blive~~ være fastsat til 5 til 10 år. Vi har opstillet et budget på 7 år, da vi mener dette vil give det mest retvisende billede af selskabet på en forudsætning af 5% vækst årligt i årets resultat. (Se bilag 1)

For at udregne det frie cash flow anvender vi formelen:

$$\text{Free cash flow} = \text{EBIT} (1 - T_c) + \text{Depreciation expense} - \square \text{WCR} - \text{Net capital expenditure}$$

Denne formel kan forklares som følgende:

EBIT = Resultat før skat

Depreciations expense = Afskrivninger

T_c = Skatteprocenten

Net capital expenditure = Nettoinvesteringer

WCR = Arbejdskapitalen

A-Leaf ApS											
Budgetoversigt	2022-2029										
		2021	Realiseret 2022	Budget 2023	Budget 2024	Budget 2025	Budget 2026	Budget 2027	Budget 2028	Budget 2029	Terminalår 8
Omsætning			88.989.230	93.438.692	102.782.561	118.199.945	120.699.945	122.499.945	124.299.945	126.799.945	128.067.944
Konsulenter			55.512.655	58.288.288	64.117.117	73.734.684	73.984.684	74.184.684	74.484.684	74.784.684	75.532.531
Øvrig forbrug			1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.213.164
			32.275.423	33.949.252	37.464.292	43.264.109	45.514.109	47.114.109	48.614.109	50.814.109	51.322.250
Personaleomkostninger			10.248.512	10.760.938	11.837.031	13.612.586	14.112.586	14.612.586	14.912.586	15.312.586	15.465.712
Her af ledelse/administration			0	0	0	0	0	0	0	0	-
Dækningsbidrag			22.026.911	23.188.314	25.627.261	29.651.523	31.401.523	32.501.523	33.701.523	35.501.523	35.856.538
Aflønning ledelse/admistration			0	0	0	0	0	0	0	0	-
Salgsomkostninger			1.514.098	1.529.098	1.544.098	1.559.098	1.574.098	1.589.098	1.604.098	1.619.098	1.635.289
Lokaleomkostninger			1.247.691	1.267.691	1.287.691	1.307.691	1.327.691	1.347.691	1.367.691	1.387.691	1.401.568
Autoomkostninger			798.390	848.390	908.390	958.390	1.018.390	1.078.390	1.128.390	1.178.390	1.190.174
Administrationsomkostninger	11.176.298		7.616.119	7.651.119	7.686.119	7.721.119	7.756.119	7.791.119	7.826.119	7.861.119	7.939.730
Anre personaleomkostninger			1.062.317	1.112.317	1.157.317	1.207.317	1.252.317	1.302.317	1.352.317	1.402.317	1.402.317
Indtjeningsbidrag(EBITA)			9.788.296	10.779.699	13.043.646	16.897.908	18.472.908	19.392.908	20.422.908	22.052.908	22.273.437
Afskrivninger			358.273	358.273	358.273	358.273	388.274	418.274	448.274	478.274	483.057
Andre drift indtægter			207.143								
Andre drifts udgifter			16.476								
Driftsresultat(EBIT)			9.620.690	10.421.426	12.685.373	16.539.635	18.084.634	18.974.634	19.974.634	21.574.634	21.790.380
Finansielleomkostninger, netto			-37.211	0	0	0	0	0	0	0	-
			9.657.901	10.421.426	12.685.373	16.539.635	18.084.634	18.974.634	19.974.634	21.574.634	21.790.380
Skat, 22%			311.366	2.292.714	2.790.782	3.638.720	3.978.619	4.174.419	4.394.419	4.746.419	4.793.884
Årets resultat			9.346.535	8.128.712	9.894.591	12.900.915	14.106.014	14.800.214	15.580.214	16.828.214	16.996.496
											409.154.850
Vækstfaktor (omsætnig/løn)				5,00%	10,00%	15,00%	20%	25%	30%	35%	
Årets resultat			9.346.535	8.128.712	9.894.591	12.900.915	14.106.014	14.800.214	15.580.214	16.828.214	16.996.496
Afskrivninger			42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	483.057
Ændring i arbejdskapital			50.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	374.781
Cash Flow			9.439.388	10.921.565	12.687.444	15.693.768	16.898.867	17.593.067	18.373.067	19.621.067	17.854.334
			0,9341	0,8725	0,8151	0,7613	0,7112	0,6643	0,6205	0,5796	0,5414
Nutidsværdi af cash flow			8.817.368	19.731.487	33.262.747	53.092.791	69.187.732	83.717.194	98.829.974	116.916.280	294.894.463

Figur 12: Egen tilvirkning, Frit cash flow

I figur 12 præsenteres det frie cash flow, som er beregnet over en periode på 7 år for budgettet. Dette budget er udarbejdet med en forudsætning om en årlig vækst på 5% af årets resultat. De udarbejdede beregninger viser, at det frie cash flow stiger fra 9.439.388 kr. i år 0 til 19.621.067 kr. i år 7. Denne stigning i det frie cash flow, kan vi forklare ved det budgetterede tal i år 1 samt den forventede vækst i årets resultat.

Figuren fremhæver, at DCF-Modellen i høj grad bygger på de forventede tal, som også understreger vigtigheden i at afsætte de tilstrækkelige ressourcer til at få udarbejdet et holdbart og realistisk budget for år 1 samt at fortage en grundig vurdering af inflation og renteniveau.

9.1.2 Step 2 – Tilbagediskontering af cash flowet

I step 2 er det nødvendigt at tilbagediskontere værdierne fra step 1. Dette indebærer anvendelse af en diskonteringsrente. Denne er også kendt som Weighted Average Cost of Capital også forkortet WACC. På samme måde som væksten i terminalåret i step 1 er det

afgørende, at man afsætter ressourcer til at beregne en så præcis WACC som muligt, da disse værdier er følsomme overfor eventuelle ændringer i denne rate. WACC skal fastsættes på baggrund af selskabets specifikke oplysninger og det makroøkonomiske forhold. Den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger kan beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$WACC = E+DE \cdot rE + E+DD \cdot rD \cdot (1-t)$$

A-Leaf Aps											
Budgetoversigt	2022-2029										
	2021	Realiseret 2022	Budget 2023	Budget 2024	Budget 2025	Budget 2026	Budget 2027	Budget 2028	Budget 2029	Terminalår	8
Omsætning		88.989.230	93.438.692	102.782.561	118.199.945	120.699.945	122.499.945	124.299.945	126.799.945	128.067.944	
Konsulenter		55.512.655	58.288.288	64.117.117	73.734.684	73.984.684	74.184.684	74.484.684	74.784.684	75.532.531	
Øvrigt forbrug		1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.201.152	1.213.164	
		32.275.423	33.949.252	37.464.292	43.264.109	45.514.109	47.114.109	48.614.109	50.814.109	51.322.250	
Personaleomkostninger		10.248.512	10.760.938	11.837.031	13.612.586	14.112.586	14.612.586	14.912.586	15.312.586	15.465.712	
Her af ledelse/administration		0	0	0	0	0	0	0	0	-	
Dækningsbidrag		22.026.911	23.188.314	25.627.261	29.651.523	31.401.523	32.501.523	33.701.523	35.501.523	35.856.538	
Aflønning ledelse/administration		0	0	0	0	0	0	0	0	-	
Salgsomkostninger		1.514.098	1.529.098	1.544.098	1.559.098	1.574.098	1.589.098	1.604.098	1.619.098	1.635.289	
Lokaleomkostninger		1.247.691	1.267.691	1.287.691	1.307.691	1.327.691	1.347.691	1.367.691	1.387.691	1.401.568	
Autoomkostninger		798.390	848.390	908.390	958.390	1.018.390	1.078.390	1.128.390	1.178.390	1.190.174	
Administrationsomkostninger	11.176.298	7.616.119	7.651.119	7.686.119	7.721.119	7.756.119	7.791.119	7.826.119	7.861.119	7.939.730	
Anre personaleomkostninger		1.062.317	1.112.317	1.157.317	1.207.317	1.252.317	1.302.317	1.352.317	1.402.317	1.402.317	
Indtjeningsbidrag (EBITA)		9.788.296	10.779.699	13.043.646	16.897.908	18.472.908	19.392.908	20.422.908	22.052.908	22.273.437	
Afskrivninger		358.273	358.273	358.273	358.273	388.274	418.274	448.274	478.274	483.057	
Andre drift indtægter		207.143									
Andre drifts udgifter		16.476									
Driftsresultat (EBIT)		9.620.690	10.421.426	12.685.373	16.539.635	18.084.634	18.974.634	19.974.634	21.574.634	21.790.380	
Finansielleomkostninger, netto		-37.211	0	0	0	0	0	0	0	-	
		9.657.901	10.421.426	12.685.373	16.539.635	18.084.634	18.974.634	19.974.634	21.574.634	21.790.380	
Skat, 22%		311.366	2.292.714	2.790.782	3.638.720	3.978.619	4.174.419	4.394.419	4.746.419	4.793.884	
Årets resultat		9.346.535	8.128.712	9.894.591	12.900.915	14.106.014	14.800.214	15.580.214	16.828.214	16.996.496	
										409.154.850	
Vækstfaktor (omsætnig/løn)			5,00%	10,00%	15,00%	20%	25%	30%	35%		
Årets resultat		9.346.535	8.128.712	9.894.591	12.900.915	14.106.014	14.800.214	15.580.214	16.828.214	16.996.496	
Afskrivninger		42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	483.057	
Ændring i arbejdskapital		50.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	374.781	
Cash Flow		9.439.388	10.921.565	12.687.444	15.693.768	16.898.867	17.593.067	18.373.067	19.621.067	17.854.334	
		0,9341	0,8725	0,8151	0,7613	0,7112	0,6643	0,6205	0,5796	0,5414	
Nutidsværdi af cash flow		8.817.368	19.731.487	33.262.747	53.092.791	69.187.732	83.717.194	98.829.974	116.916.280	294.894.463	

Figur 13: Egen tilvirkning, Budget

Nutidsværdien af cash flow også kaldet Net Present Value og forkortet NPV af det frie cash flow er et resultat af tilbagediskonteringen af cash flowet. Denne tilbagediskontering kan udføres ved hjælp af formlen: Cash flow / (1+diskonteringsrente) X. Denne tilbagediskontering skal anvendes til at estimere nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flows.

9.1.3 Step 3 – Bestemmelse af terminalværdien

I step 3 er det afgørende at beregne terminalværdien nøjagtigt. Terminalåret har en stor indflydelse på den endelige værdi, og derfor er præcise tal og antagelse meget afgørende. I terminalåret medtages normaliserede værdier, da det er vanskeligt at forudsige de nøjagtige tal

mere end 10 år frem i tiden. Terminalværdien bør afspejle værdien, der forventes at være fremtidens normale cash flow.

Vækstfaktor (omsætning/løn)				5,00%	10,00%	15,00%	20%	25%	30%	35%	
Årets resultat		9.346.535		8.128.712	9.894.591	12.900.915	14.106.014	14.800.214	15.580.214	16.828.214	16.996.496
Afskrivninger		42.853		42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	42.853	483.057
Ændring i arbejdskapital		50.000		2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	2.750.000	374.781
Cash Flow		9.439.388		10.921.565	12.687.444	15.693.768	16.898.867	17.593.067	18.373.067	19.621.067	17.854.334
		0,9341		0,8725	0,8151	0,7613	0,7112	0,6643	0,6205	0,5796	0,5414
Nutidsværdi af cash flow		8.817.368		19.731.487	33.262.747	53.092.791	69.187.732	83.717.194	98.829.974	116.916.280	294.894.463

Figur 14: egen tilvirkning, nutidsværdi af cash flow

I figur 14 er terminalværdi udregnet, denne terminalværdi er udregnet ved at anvende formlen: terminalværdi = cash flow/forrentningskrav. Forrentningskravet er fastsat til 6,1 ud fra følgende:

Diskonteringsfaktor	7,1%
Vækst efter budgetperiode	1,0%

Figur 15: Egen tilvirkning, diskonteringsforudsætning

9.1.4 Step 4 – Tilbagediskontering af terminalværdien

I step 4 handler det om at tilbagediskontere terminalværdi. Vi kan anvende samme tilgang som i step 2, hvor cash flowet blev tilbagediskonteret, dog tilbagediskonterer vi i dette step terminalværdien i stedet for cash flowet. Formlen er derfor: Terminalværdi / (1+ diskonteringsrente) dette giver os som vist i nedenstående figur en tilbagediskonteret værdi af terminalværdien på 294.894.463 kr. jf. Figur 14.

9.1.5 Step 5 – Beregning af værdien af A-Leaf A/S

I Step 5 har vi nu de tilbagediskonterede værdier vi skal bruge, for at beregne værdien af A-Leaf A/S.

Værdi			
Nutidsværdi af budgetperiodens cash flow			483.555.574
Nutidsværdi af cash flow efter budgetperioden			170.933.729
Markedsværdi af anlægsaktiver			654.489.303
- rentebærende gæld (lang og kort gæld i alt er anvendt)			-1.507.945
+ likvider/driftsfremmede aktiver			0
Markedsværdi af egenkapital			652.981.358

Figur 16: Egen tilvirkning, markedsværdi af egenkapital

Som vist i figur 16 laves denne beregning ved at tage nutidsværdien af budgetperiodens cash flow + nutidsværdien af cash flow efter budgetperioden, og herefter fratrækkes den rentebærende gæld, som giver en markedsværdi af egenkapitalen på 652.981.358 kr.

9.2 Multipel værdiansættelse/ Handelsværdimetoden

Direkte sammenligninger med virksomheder på det danske marked, der tilbyder de samme tjenester som A-Leaf, er ikke tilgængelige. Dog kan man støtte sig til andre virksomheder, der tilbyder rådgivning inden for projektledelse og teknologi. Vi har identificeret den virksomhed vi mener der mest kan sammenlignes med A-Leaf inden for denne sektor, hvilket giver os et grundlag for sammenligning.

Værdiansættelse ud fra P/E (Price-to-Earnings) og P/B (Price-to-Book) er to nøgleindikatorer, som investorer bruger til at vurdere, om en aktie er overvurderet, undervurderet eller prissat korrekt. Modellen tager kun udgangspunkt i det seneste regnskabsår, og ser ikke på den forventede vækst i fremtiden.

Sammenligningen af egenkapitalværdien baseret på P/E og P/B giver indsigt i forskelle i værdiansættelsen af virksomheden og dens aktiver.

Equity value ud fra P/E

Denne værdi er baseret på virksomhedens indtjening i forhold til dens aktiekurs (P/E-forholdet). Det antyder, at investorer er villige til at betale en pris, der svarer til virksomhedens indtjening multipliceret med P/E-forholdet for at få ejerskab af virksomhedens aktier. En højere værdi baseret på P/E kan indikere, at investorer forventer en højere fremtidig indtjening eller har tillid til virksomhedens vækstpotentiale og fremtidige udsigter.

Equity value ud fra P/B

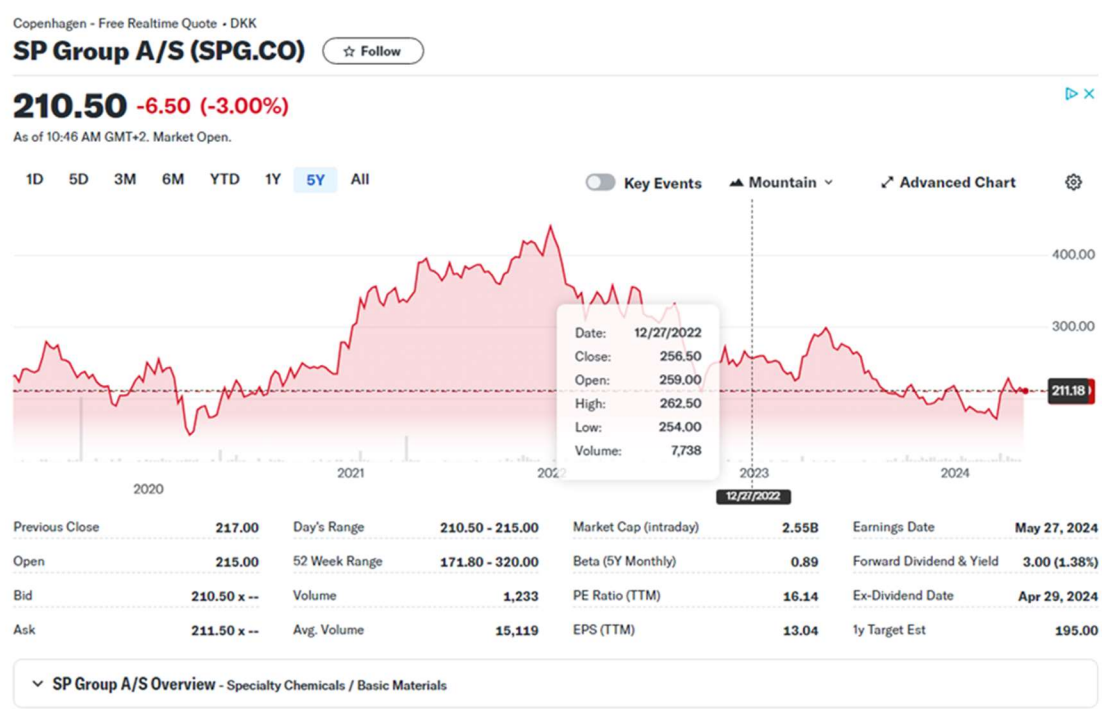
Denne værdi er baseret på virksomhedens bogførte værdi i forhold til dens aktiekurs (P/B-forholdet). Det antyder, at investorer er villige til at betale en pris, der svarer til virksomhedens bogførte værdi multipliceret med P/B-forholdet for at få ejerskab af virksomhedens aktier. En lavere værdi baseret på P/B kan skyldes flere faktorer, herunder lavere tillid til virksomhedens fremtidige indtjeningsevne, højere risiko eller utilfredshed med

en nuværende bogførte værdi af virksomhedens aktiver. Sammenligningen af disse to værdier kan give et indblik i markedets forventninger og holdninger til virksomheden. En stor forskel mellem de to værdier kan indikere usikkerhed eller forskellige opfattelser af virksomhedens værdi og potentiale blandt investorerne. Det kan også indikere behovet for yderligere analyse for at forstå, hvad der driver denne forskel i værdiansættelse.

Værdiansættelse ud fra P/E og P/B			
	Sp Group A/S	A-Leaf A/S	
Book value of equity	2.961.902.000,00	25.340.564,00	
EAT	214.443.000,00	9.346.535,00	
P/E	16,4		
P/B	2,47		
Equity value ud fra P/E		153.283.174,00	Aktiekurs/egenkap. Pr. atie
Equity value ud fra P/B		62.591.193,08	Antal aktier pr. 31.12.2022
			12.490.000,00

Figur 17: Egen tilvirkning, værdiansættelse ud fra P/E og P/B

Den beregnede værdi omkring 153 mio. her og nu, virker ikke urealistisk. Værdien af virksomhedens P/B multipl giver en mindre værdi, som også afspejler kurssvingninger ultimo 2022. Den er faldet fra 4,97 til 2,47. Dette er næste en halvering, og dermed falder virksomhedens værdi også i forhold til P/E multipl.



Figur 18: Aktiekursen på SP Group A/S pr. 31.12.2022

9.3 Værdiansættelse af goodwill

For at evaluere værdien af A-Leaf A/S i overensstemmelse med cirkulæret om værdiansættelse af kapitalandele og goodwill er der behov for data fra selskabets årsresultater før skat for de seneste tre år samt en balance. Som udgangspunkt anvendes de regnskabsmæssige værdier, men der kan alternativt benyttes skattemæssige værdier efter nødvendige korrektioner som beskrevet i cirkulærets afsnit 5.3.4.

A-Leaf A/S besidder en samlet aktivmasse på 25.340 t.kr. For at justere denne værdi, skal der tages højde for værdien af grunde og bygninger, der skal opdateres i henhold til den seneste offentlige vurdering. Eftersom der ikke har været tilgange af grunde og bygninger foretages ikke reguleringer og justeringer for disse aktiver.

Hvis der havde været justeringen af ejendomsaktiverne, skulle der foretages en korrektion af den udskudte skat, baseret på ændringer i ejendomsværdierne mellem de regnskabsmæssige og skattemæssige.

Til værdiansættelse af goodwill følges retningslinjerne fastlagt i cirkulæret om værdiansættelse af goodwill. Den primære metode til værdiansættelse indebærer at skønne handelsværdien af goodwillen. For at opnå et retvisende skøn anvendes en beregningsmodel, som er uddybet i afsnit 5.3.4. Formålet med modellen er at estimere en værdi, som en neutral tredjepart ville være villig til at betale for goodwillen.

Nedenfor præsenteres en beregning af goodwill for denne casevirksomhed.

Beregningsmetoden vil kort blive forklaret og evalueret.

A-Leaf ApS	2020	2021	2022
Regnskabsmæssige resultat før skat	2.599.465	3.760.895	9.319.867
Finansielle indtægter	5.091	7.572	16.032
Finansielle udgifter	182.996	189.415	316.855
Afskrivning goodwill, tilbageført	0	0	0
Reguleret indkomst	2.777.370	3.942.738	9.620.690

Ifølge ovenstående tabel regulerede resultater ender i 2020 på 2.777 t.kr. i år 2021 på 3.942 t.kr. og sidste år et reguleret resultat på 9.620 t. kr. Der har ikke været poster vedrørende afskrivninger på goodwill, ekstraordinære poster eller ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuelle medarbejdende ægtefælle i de 3 år, i så fald skulle der foretages reguleringer heraf.

Efter at de regulerede resultater er blevet beregnet, er næste skridt at opstille et vægtet gennemsnit af resultatet for de seneste tre år.

A-Leaf ApS	2020	2021	2022
Regnskabsmæssige resultat før skat	2.599.465	3.760.895	9.319.867
Finansielle indtægter	5.091	7.572	16.032
Finansielle udgifter	182.996	189.415	316.855
Afskrivning goodwill, tilbageført	0	0	0
Reguleret indkomst	2.777.370	3.942.738	9.620.690
Vægt	1	2	3
Vægtet indkomst	2.777.370	7.885.476	28.862.070
			39.524.916
Gns. Vægtet indkomst (divideret med 6)			6.587.486

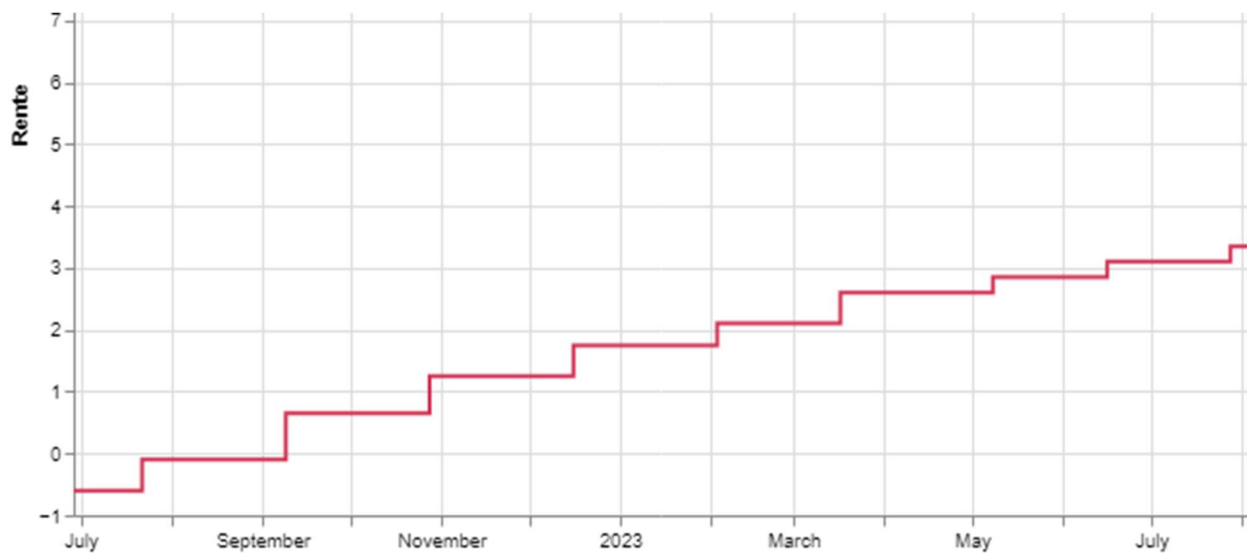
Som det fremgår af ovenstående, vægtes det seneste regnskabsår højest i beregningen af goodwill, idet det antages, at det seneste års resultater har den størst indflydelse på beregningen af goodwill værdi. Det vægtede gennemsnit af resultaterne for de seneste tre år ender på 6.587 t.kr.

Herefter vurderes det, om der er en klar udviklingstendens i virksomhedens resultater. For at identificere en udviklingstendens skal der have været en konstant positiv eller negativ udvikling over de seneste tre år. I denne case vurderes det at virksomheden har en tendens til at vækste, dermed vurderes at udviklingstendensen skal indregnes i goodwillværdien.

A-Leaf ApS		2020		2021		2022
Regnskabsmæssige resultat før skat		2.599.465		3.760.895		9.319.867
Finansielle indtægter		5.091		7.572		16.032
Finansielle udgifter		182.996		189.415		316.855
Afskrivning goodwill, tilbageført		0		0		0
Reguleret indkomst		2.777.370		3.942.738		9.620.690
Vægt		1		2		3
Vægtet indkomst		2.777.370		7.885.476		28.862.070
						39.524.916
Gns. Vægtet indkomst						6.587.486
Stigning år 2020 til 2022		6.843.320	* ½			3.421.660
						10.009.146

Forrentningen af virksomhedens aktiver indebærer, at alle aktiver der er væsentlige for virksomhedens primære drift, skal tages med. Det som skal holdes uden for, er blandt andet obligationer, pantebreve og tilkøbt goodwill, idet kun de resterende indtjeneringer er til rådighed til fremtidige afkast af den investerede goodwill. Likvide midler skal som hovedregel holdes uden for forrentningen af virksomhedens aktiver.

Aktivernes forrentning skal ske i udgangspunkt med kapitalafkastsatsen jf. VSL §9, plus 3%, for forretning skal afspejle ændringerne i samfundets generelle renteniveau. Forudset at generationsskiftet, dermed beregningen af virksomhedens goodwill skal ske i 2023, vil udgangspunktet tages i nationalbankens opgjorte kassekreditrente for de første seks måneder. I nedenstående billede vises udviklingen af renteniveauet i 2023.



Figur 19: Danmarks Nationalbank, Folierente

Figuren viser at renteniveauet på første halvdel af regnskabsåret er på 3%, dertil tilføjes et tillæg på 3%, hvilket medfører en forretning på i alt 6%.

Vi skal nu beregne en kapitalisering baseret på forholdet mellem det forventede afkast og den forventede levetid for goodwill. Forretningen vil blive vurderet med en kapitalafkastssats på 8%, i overensstemmelse med VSL §9, hvilket er det samme grundlag som for vurdering af aktiverne blot med en sats på 8% i stedet for 3%.

Kapitaliseringsfaktoren skal fastsættes i forhold til den aktuelle levetid for goodwill. Der er flere faktorer, der påvirker levetiden for goodwill. I vores tilfælde, hvor A-Leaf A/S opererer i et unikt marked med begrænset konkurrence, og hvor der lægges vægt på bæredygtige energikilder, vurderes levetiden at være længere end de typiske 7 år, der ofte anvendes i praksis.

Derfor må vi tage højde for disse specielle forhold og justere vores vurdering derudfra.

Nedenstående tabel angiver de forskellige faktorer, der skal anvendes afhængigt af den skønnede levetid:

Kapitalafkastsats	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.
Levetid (år)/rente	8 pct.	9 pct.	10 pct.	11 pct.	12 pct.	13 pct.
1	0,46	0,46	0,45	0,45	0,45	0,44
2	0,91	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86
3	1,33	1,31	1,3	1,28	1,26	1,25
4	1,74	1,71	1,68	1,65	1,63	1,6
5	2,12	2,08	2,04	2	1,96	1,93
6	2,48	2,43	2,38	2,33	2,28	2,23
7	2,83	2,76	2,7	2,63	2,57	2,52
8	3,16	3,08	3	2,92	2,85	2,78
9	3,48	3,38	3,28	3,19	3,10	3,02
10	3,78	3,66	3,55	3,44	3,34	3,25
11	4,06	3,93	3,8	3,68	3,57	3,46
12	4,34	4,18	4,04	3,9	3,77	3,65
13	4,6	4,42	4,26	4,11	3,97	3,83
14	4,84	4,65	4,47	4,31	4,15	4,00
15	5,08	4,87	4,68	4,49	4,32	4,16

Figur 20: Skat forskellige faktorer skønnede levetid

Vi vil vælge den passende faktor baseret på vores vurdering af goodwillens levetid i vores specifikke tilfælde hos A-Leaf A/S, en levetid på 12 år, samt en kapitalafkastsats på 3%+8% givet 11%, som svarer til en kapitaliseringsfaktor på 3,9.

							10.009.146
			24.588.84				
Forrentning af aktiver			5	6%			1.475.331
							8.533.815

Kapitaliseringsfaktor, 12 års levetid og forrentning på 11%							3,9
Beregnet goodwill							33.281.880
Goodwill vurderes herefter til							30.000.000

Det viser sig at en samlet værdi af goodwill vil være t.kr. 30.000.

9.4 Værdiansættelse af A-Leaf A/S samlede værdier ifølge cirkulær 2000-09 og 2000-10

Normalt skulle vi beregne værdien af virksomheden ifølge aktiekurs på markedet. Men fordi selskabet ikke har nok handelshistorik i baggrunden anses dette for ikke at vise en retvisende værdi, derfor vil vi beregne værdien efter cirkulæret 2000-10. Ifølge beskrivelserne i afsnittet 5.3.3 skal der baseres på substansprincippet, hvor aktiverne værdi beregnes som summen af aktiverne fratrullet gældsposter med tillæg af goodwill. Da der i selskabet ikke er optaget hverken ejendomme eller beregnet goodwill tidligere, ses bort fra disse, og der beregnes værdier udelukkende på selskabets indre værdi fra virksomhedens seneste offentliggjorte regnskab.

I nedenstående er egenkapitalen fra regnskabet 2022 medtaget med tillæg af beregnet goodwill jf. Ovenstående som giver en samlet værdiansættelse på t.kr. 42.787.

Værdiansættelse efter cirkulære	
Egenkapital jf. årsrapport 2022	12.787.807
Goodwill jf. Beregning	30.000.000
Vurdering samlet	42.787.807

9.5 Delkonklusion

I DCF-modellen er der en antagelse om en 5% vækst, men denne forudsætning kan være usikker, og vil måske ikke holde i fremtiden. For sælgeren kan det virke som det mest

optimale valg, især hvis virksomheden skal sælges til en tredje part. Men i den konkrete case vi har arbejdet med, er det ikke hensigtsmæssig at bruge DCF-modellen. Det skyldes, at modellen kan føre til en urealistisk høj pris på kr. 653 mio., som børnene måske ikke kan betale, hvilket vil resultere i, at virksomheden kan falde udenfor familiens ejerskab, hvilket overdrageren ønsker at undgå.

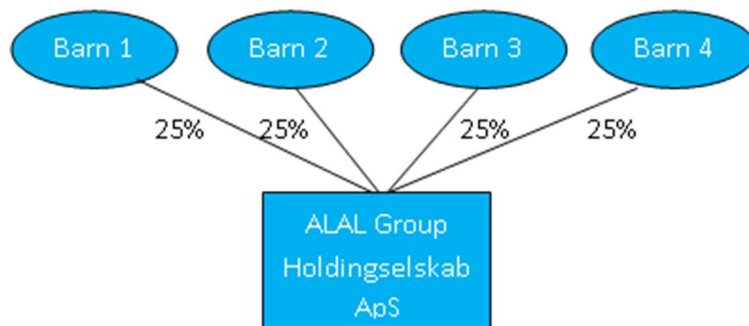
Værdiansættelse efter cirkulære medfører en lav værdiansættelse, som vil være smertegrænsen for, hvad skat formodes at vil acceptere. Dette skyldes, at modellen baserer sig på historiske resultater, der ikke nødvendigvis afspejler den potentielle vækst. A-Leaf A/S' resultater de sidste 3 år har været meget forskellige, især med et lavt resultat i 2020, hvilket trækker værdien nedad. Dog anses de fremkomne værdier for at være mere realistiske i forhold til virksomhedens faktiske præstationer, da de er baseret på faktiske resultater, modsat DCF-modellen, der kun bygger på budgetforudsætninger.

Multipel værdiansættelsesmetoden kigger kun på markedet og sammenlignelige virksomheder her og nu, hvilket kan være problematisk, hvis der ikke er tilstrækkeligt med sammenlignelige virksomheder. Casevirksomheden illustrerer tydeligt denne udfordring, da den stort set er alene på markedet med sine tjenester inden for vindindustrien. Metoden afspejler denne teori meget godt, da der i 2022 har været en kursfald på aktierne på ca. 50%, hvilket kan også aflæses i beregningerne.

10. Generationsskifte A-Leaf A/S

Stiftelse af børnenes holdingselskab

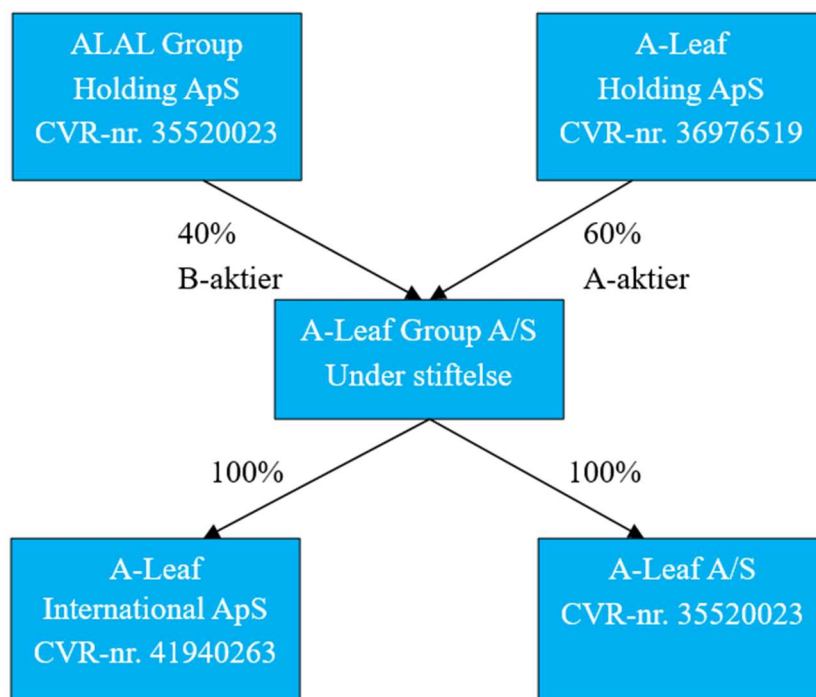
Som et led i generationsskiftet i casen stifter Anders G. Larsen et holdingselskab som skal hjælpe overdragelsen af anparter for børnene. I 2020 stiftes der ALAL Group Holdingselskab ApS med en egenkapital på kr. 40.000 fuldt indbetalt. Der er ingen kapitalklasser i selskabet og formålet er at eje og investere i kapitalandele samt værdipapirer. Overdragelsen af anparter til børnene sker i samme år med en ejerandel fordel mellem 4 børn på 25%, stemmerettigheder svarede til 25% pr. aktionær. Da det i forhold til farens overdragelse af anparter til børnene sker i gavemiljøet, udløser implementering af dette step ikke gaveafgift for børnene, da værdien af de kr. 10.000, som børnene fik ved overdragelsen af selskabet med en egenkapital på kr. 40.000, er under gaveafgiftsbeløbet på kr. 74.100. (beløbsgrænse for afgiftsfrie gave 2024).



Figur 21: Egen tilvirkning, ejerskab børnenes Holdingselskab

Stiftelse af A-Leaf Group ApS

ALAL Group Holdingselskab ApS og A-Leaf Holdingselskab ApS stifter A-Leaf Group A/S ved en skattepligtig anparts- og aktieombytning af hhv. 48% og 52% af kapitalandelene i A-Leaf International ApS samt 100% af aktierne i A-Leaf A/S med en egenkapital på 5. mio. kr. Da det er en anparts- og aktieombytning mellem selskaber, udløses der ikke avancebeskatning. For at bevare det fulde kontrol over A-Leaf A/S, stiftes A-Leaf Group A/S med kapitalklasser, hvor B-anparterne er stemmeløse. Efter dokumenterne Stiftelsesdokument, Vedtægter, Ejerbøger og Vurderingsberetningen er udarbejdet, vil ændringer registreres hos Erhvervsstyrelsen.

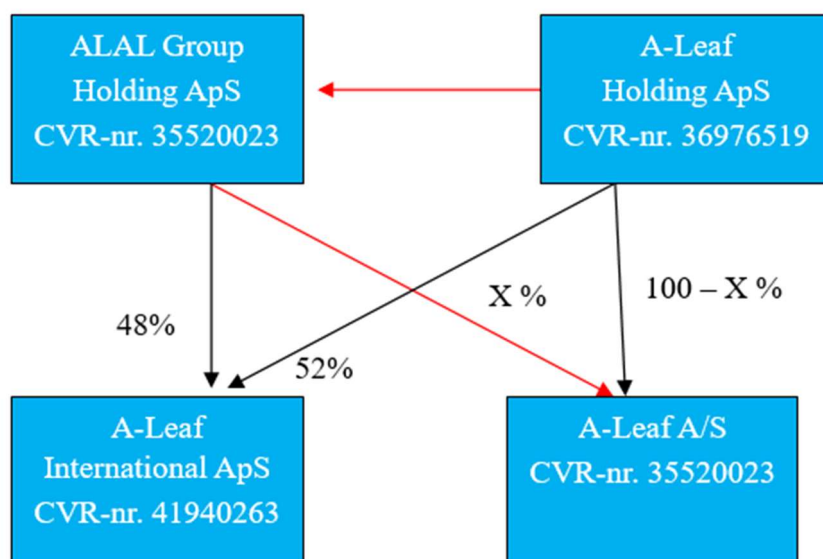


Figur 22: Egen tilvirkning, stiftelse af A-Leaf Group A/S

Overdragelse til ALAL Group Holdingselskab ApS

A-Leaf Holdingselskab ApS er faderens holdingselskab, overdrager et antal aktier i A-Leaf A/S til ALAL Group Holdingselskab ApS, således ejerfordelingen efter ombytningen er 60/40. Der oprettes et gældsbrev mellem A-LEAF Holdingselskab ApS og Leaf Group ApS på 28. Mio. Kr. samt et gældsbrev mellem ALAL Group Holdingselskab ApS og A-Leaf Holdingselskab ApS på 40% af selskabskapitalen – 2 mio. Kr. Da det er en overdragelse mellem selskaber, udløses der ikke avancebeskatning for A-Leaf Holdingselskab ApS. ALAL Group Holdingselskab ApS skal erhverve aktierne til markedsværdi, idet der indirekte overdrages mellem nærtstående parter, og børnene derfor i modsat fald risikerer at udløse en gaveafgift. I overdragelsesaftale indskrives et skatteforbehold for derved at have mulighed for at regulere købesummen, såfremt Skattestyrelsen måtte fastsætte en anden værdiansættelse. Aktierne overdrages på kredit som en Sælgerfinansiering, som afdrages ved modtaget udbytte fra A-Leaf International ApS og A-Leaf A/S.

I forbindelse med overdragelse indgik parterne en ejeraftale, hvori parternes rettigheder og forpligtelser reguleres, herunder krav om særeje, forkøbsret, medsagsret- og pligt. Der udarbejdes dokumenter som Overdragelsesaftale, Gældsbrev, Ejeraftale samt vedtægterne opdateres. Eventuelle ægtepagter for børnene vedr. etablering af særeje indskrives.

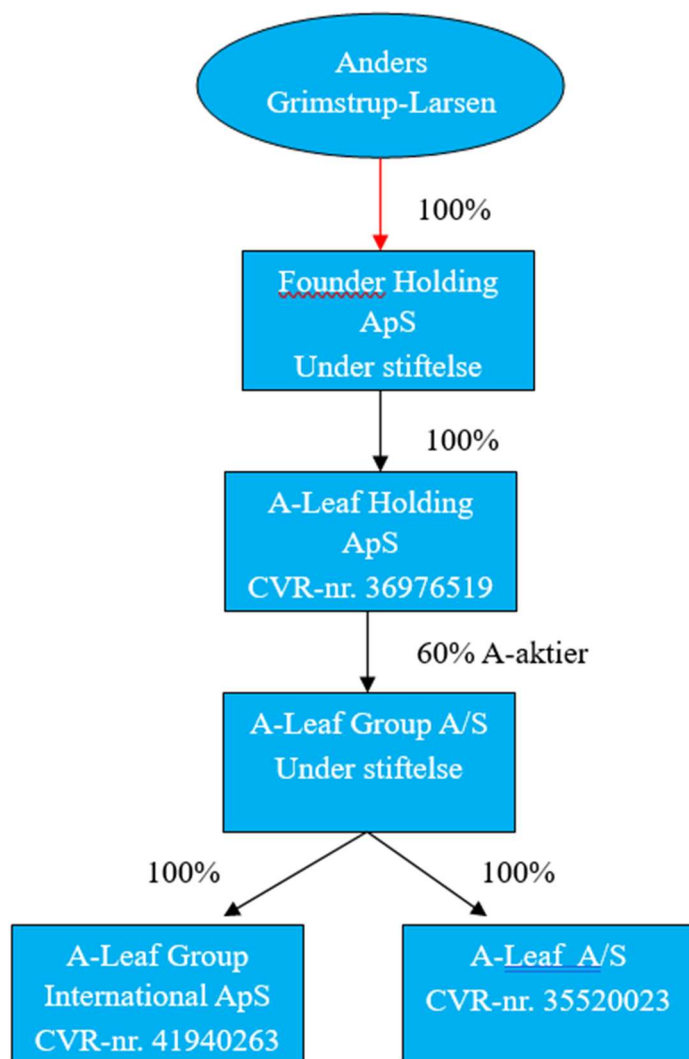


Figur 23: Egen tilvirkning, Overdragelse til ALAL Group Holdingselskab ApS

Stiftelse af Founder Holdingselskab ApS

Der er ønske om at hovedparternes kone indtræder i ejerkredsen. Som det første stiftes Founder Holdingselskab ApS ved en skattefri anpartsombytning af anparterne i A-Leaf

Holdingselskab ApS. Da ombytningen gennemføres skattefrit, udløses ingen avanceskat for hovedaktionæren, dog medfører ombytningen et ejertidskrav på 3 år. Anparterne i A-Leaf Holdingselskab ApS må således ikke sælges i 3 år fra ombytningstidspunktet. Dokumenterne udarbejdes i form af Stiftelsesdokument, Vedtægter, Ejerbøger samt Vurderingsberetning for efterfølgende ændringsregistrering hos Erhvervsstyrelsen.

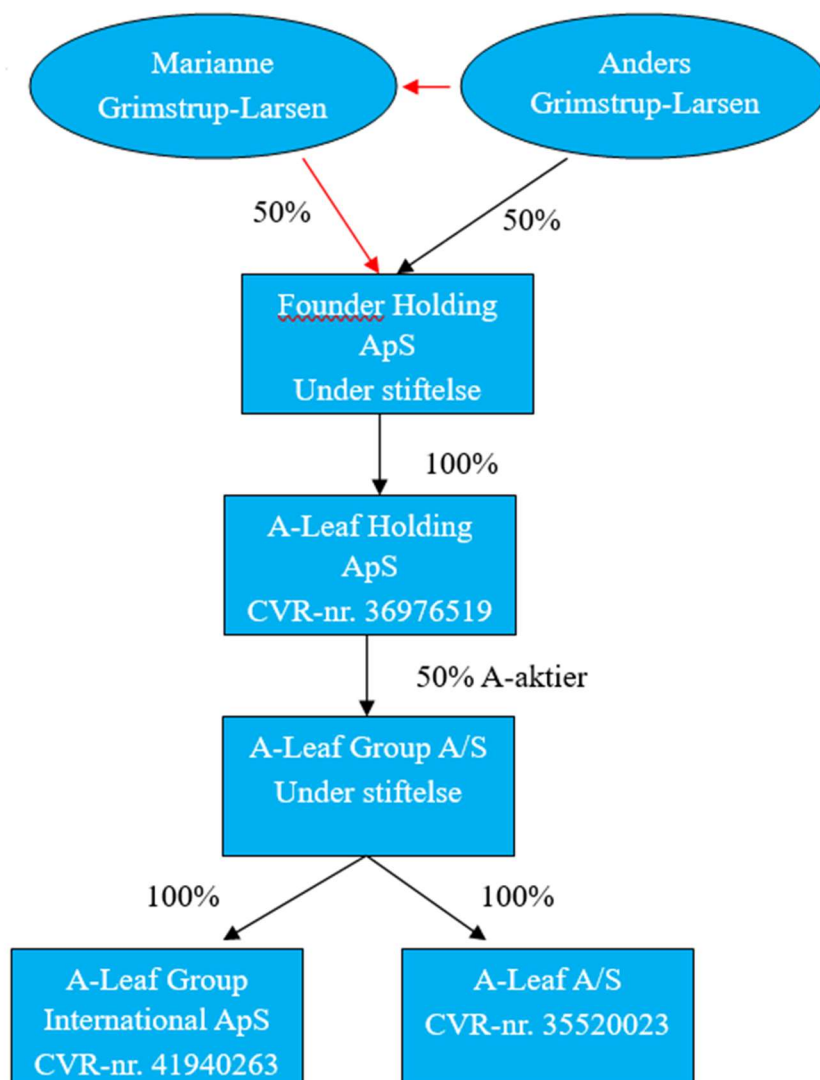


Figur 24: Egen tilvirkning, Stiftelse af Founder Holdingselskab ApS

Overdragelse til ægtefælle

Hovedaktionæren overdrager 50% af anparterne i Founder Holdingselskab ApS til konen. Da de er ægtefælle og overdragelsen foretages med succession, udløser overdragelsen således ikke avancebeskatning eller adgang til at fratrække tab hos hovedaktionæren, idet konen indtræder i hovedaktionærens skattemæssige stilling ved afgørelsen af hvornår, med hvilket formål, og for hvilken anskaffelsessum anparterne er erhvervet.

I forbindelse med overdragelsen indgår parterne en ejeraftale, hvori parternes rettigheder og forpligtelser reguleres, herunder i tilfælde af skilsmisse, forkøbsret, medslagsret- og pligt. Efter udarbejdelsen af dokumenterne ligesom Overdragelsesaftale, Ejeraftale, opdatering af Ejerbog, foretages der registrering vedrørende ændringer hos Erhvervsstyrelsen.



Figur 25: Egen tilvirkning, overdragelse til ægtefælle

Ophørsspaltning af Founder Holdingselskab ApS

Der gennemføres en skattefri ophørsspaltning af Founder Holdingselskab ApS, således der etableres individuelle holdingselskaber for konen og hovedaktionæren. Spaltningen udløser ingen skat, da denne sker efter reglerne om skattefri ophørsspaltning, men ejertidskravet på 3 år videreføres, således anparterne i A-Leaf Holdingselskab ApS ikke kan sælges i 3 år fra spaltningstidspunktet. Dokumenterne Spaltningsskema, Vedtægter, Ejerbøger samt

Kreditorerklæring udarbejdes, hvor ændringer foretages hos Erhvervsstyrelsen samt Skattestyrelsen.

11. Konklusion

Ved gennemførelse af et generationsskifte er der flere faktorer, der skal overvejes for at undgå potentielle økonomiske faldgruber for både den ældre og den yngre generation. Det er afgørende at starte planlægningen i god tid og være opmærksom på, at det ofte kræves flere trin for at opfylde både den ældste og den yngres ønske. Derfor bør virksomhedsejeren søge professionel rådgivning for at sikre, at generationsskiftet bliver en succes. Med så mange komplekse elementer involveret, kan det være en dyr og tidskrævende fejltagelse, at vælge den forkerte tilgang i starten. Det understreger vigtigheden af at inddrage et bindende svar fra skattemyndigheder, eller dokumentformulering vedrørende skatteforbehold. Handlingen med at faren (stifteren af driftsselskabet) overdrager anparter så tidligt til børnene, understøttes af udtalelsen fra adspurgte advokat Lars Vindfeldt Skals og bankrådgiver Morten Søndergaard om, at jo før man begynder processen eller kommer i gang, desto mere glidende en overgang hører processen ind under. På vores spørgsmål ”hvordan gennemføres et optimalt generationsskifte”, kan det ikke besvares udelukkende ud fra vores case, da vi kom frem til, at den optimale proces er genereret af specifikke elementer i overdragelsen med fokus på overdragene virksomhed, ønsker, målsætninger ikke sidst muligheder i de enkelte sager ved et generationsskifte. Vores casevirksomhed understøtter dog planlægningens vigtighed i processen set i forhold til de komplekse og strategiske samt strukturmæssige perspektiver i sagen. Ved planlægningen er det styrende element i et generationsskifte selve beskatning af parterne. For en glidende overgang mellem generationer er planlægning nødvendig for ikke at ende i en vanskelig situation med skattemyndighederne samt at overholde de strukturmæssige lovgivninger indenfor området. Det gør generationsskifte, til en kompleks model i forhold til optimering af skat og strukturer for begge parter. Ved gennemgang af forskellige omstrukturingsmodeller samt overtagelser kan man konkludere, at konsekvensen kan være økonomisk tungt ved ikke at overholde lovgivningen. Generationsskifte skal, ifølge skattemyndigheder, være en gavnlig tiltag for familieejede virksomheder, dog skal man huske på ikke at misbruge systemet.

Parternes overvejelser i forhold til finansiering, om det skal ske igennem en gave, gældsbrief eller lånefinansiering, er helt afgørende, for hvilken omstruktureringsform der vælges i generationsskifte, idet værdiansættelsen af overdragende virksomhed spiller en central rolle. Er virksomheden værdiansat højt, kan overdragelsen ske med omstruktureringer og ved oprettelse af nye holdingselskaber, hvor virksomhedsoverdragelsen sker i små bider med få anparter. Dette kan også lette finansieringen, så vederlagsbyrden ikke bliver for højt. I vores casevirksomhed gav de forskellige værdiansættelsesmetoder forskellige virksomhedsværdier. Det er afgørende, at man bruger den rette model for virksomheden, som passer til virksomhedens økonomiske kompleksitet, situation og forventninger. Vi kunne konkludere, at ved anvendelsen af DCF - modellen, og med de angivne vækstforudsætninger, ville vi ende i en unormal høj værdi, hvor risikoen med fremtidige vækst heller ikke er indregnet. Modellen kan konkluderes at være nyttig i andre virksomheder med komplekse økonomier. Værdiansættelsen med cirkulærer antages at være reelle handelsværdier, da modellen er baseret på de realiserede resultater og på baggrund af aflagt sidste års regnskabstal. Værdiansættelsen med multipel metode træder i vanskeligheder med manglede sammenlignelige virksomheder på markedet. Beregningen kan vise en retvisende værdi, hvis virksomheden kan sammenlignes med lignende virksomheder, mangel på disse resulterer i en skæv og sløret værdi.

Er overtageren ikke myndig, skal der være begrænset stemmerettighed, og sættes ikke på lige fod med dem, som har kompetence til at bidrage i virksomhedens drift og tage svære og komplekse beslutninger på virksomhedens vegne allerede ved generationsskiftet. Opgaven belyser muligheden ved anvendelsen af A/B modellen, som kan være en fordelagtig løsning i sådanne situationer. Det afhænger også af ejerens mål, og virksomhedens finansielle situation hvilken retning man skal gå, men ifølge udtalelsen fra de adspurgte eksperter, kan vi konstatere at det mest anvendte selskab struktur er A/B modellen igennem holdingselskaber.

I successionsreglen overtager erhververen i princippet den skattebesparelse, som overdrageren opnår ved overdragelsen. Denne skattebesparelse udgør i realiteten en udskudt skat for erhververen, idet den repræsenterer en latent skattebyrde, der først realiseres, hvis og når den bliver relevant. Det vil sige, at erhververen påtager sig ansvaret for den fremtidige skatteforpligtelse. Denne skattebyrde bliver først en aktuel skattegæld, når betingelserne for beskatning er opfyldt – ved et eventuelle salg. Denne skatteudsættelse udgør en fordel i finansieringsmæssig henseende, da den ikke binder likviditet, hvilket er et afgørende element i forbindelse med finansieringen af generationsskiftet. Der hvor finansieringsmuligheden er

med gældsbrief, vil det være en optimal løsning. Gældsbriefet kan afdrages med modtaget udbytte, hvor derimod finansieringen i form af gave ikke er optimalt, idet skattebyrden udløses her og nu. Hvor ingen af de 2 muligheder vælges, kan en tredje løsning benyttes, som er lån fra banker, men her fokuserer banker i overvejende grad på selskab struktur, om det er privat eller legal konstruktion, da ejerskabet har direkte indflydelse på udbytteudbetalingen.

12. Litteraturliste og referencer

§9, V., 2024. *Retsinformation*. [Online]

Available at: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2021/1836>

Afgørelser, L. o., 2024. *TfS 1987, 398 LSR*. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1948119>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Beierholm, 2023. *Pengetanksreglen – Successionsoverdragelse af selskaber*. [Online]

Available at: <https://www.beierholm.dk/viden-og-indsigt/nyheder-og-artikler/pengetankreglen-successionsoverdragelse-af-selskaber>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Cirkulær, S., 2000. *SKat.dk*. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=82336>

Concito, 2024. *De høje energipriser skyldes vores afhængighed af fossile brændsler*. [Online]

Available at: <https://concito.dk/concito-bloggen/hoeje-energipriser-skyldes-vores-afhaengighed-fossile-braendsle>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Dansk Erhverv, 2024. *Miljø- og klimahensyn i danskernes indkøb*. [Online]

Available at: <https://www.danskerhverv.dk/politik-og->

[analyser/analyser/2023/februar/miljo--og-klimahensyn-i--danskernes-indkob/](#)
[Senest hentet eller vist den 2024].

Dansk Erhverv, 2024a. *To ud af tre danskere ønsker flere vindmøller på land i Danmark.* [Online]

Available at: <https://www.danskerhverv.dk/siteassets/mediafolder/dokumenter/03-overenskomster/to-ud-af-tre-danskere-onsker-flere-vindmoller-pa-land-i-danmark.pdf>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Desk, D. L., 2024. *Danske Love/Boafgiftsloven §22, stk.5 til BAL §23, stk. 2.* [Online]

Available at: <https://danskelove.dk/boafgiftsloven>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Desk, L., 2024. *Legal Desk.* [Online]

Available at:
<https://www.legaldesk.dk/erhverv/virksomhedsoverdragelse/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Energistyrelsen, 2024. *Dansk energipolitik.* [Online]

Available at: <https://ens.dk/ansvarsomraader/energi-klimapolitik/fakta-om-dansk-energi-klimapolitik/dansk-energipolitik>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Energistyrelsen, 2024a. *Investeringsstøtte til opstilling af forsøgsvindmøller på land.* [Online]

Available at: <https://ens.dk/ansvarsomraader/forskning-udvikling/investeringsstoette-til-opstilling-af-forsoegsvindmoeller-paa>.
[Senest hentet eller vist den 2024].

Energistyrelsen, 2024b. *Analyseforudsætninger til energinet 2023 - Brændselspriser.* [Online]

Available at: [https://ens.dk/sites/ens.dk/files/Hoeringer/af23 - baggrundsnotat -](https://ens.dk/sites/ens.dk/files/Hoeringer/af23_-_baggrundsnotat_-_)

[braendselspriser - hoering.pdf](#)
[Senest hentet eller vist den 2024].

Energistyrelsen, 2024c. *Vindmøllers miljøpåvirkning*. [Online]
Available at: <https://ens.dk/ansvarsomraader/vindmoeller-paa-hav/vindmoellers-miljoepaavirkning>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Energistyrelsen, 2024d. *Love og regler for CO2-kvoter*. [Online]
Available at: <https://ens.dk/ansvarsomraader/cbam-og-Co2-kvoter/love-og-regler-Co2-kvoteordningen>
[Senest hentet eller vist den 2024].

E-cvr.dk, 2024. *e-cvr.dk*. [Online]
Available at: <http://www.e-cvr.dk/?enhedsNummer=4009406743&person=marianne->

Ewii, 2024. *Hvad er CO2 Kvoter*. [Online]
Available at: <https://www.ewii.dk/erhverv/el/Co2-kvoter/>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Folketinget, 2024. *EU's klimamål*. [Online]
Available at: <https://www.eu.dk/da/temaer/klima-og-groen-omstilling/eus-klimamaal>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Green Power Denmark, 2024. *Hvad betyder stigende energipriser for den grønne omstilling*. [Online]
Available at: <https://greenpowerdenmark.dk/energipriser/hvad-betyder-stigende-energipriser-groenne-omstilling>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Bolander, J., 2021. Side 1123. I: *Lærebog om indkomstskat*. s.l.:DJØF FORLAG, p. 1413.

Desk, D. L., 2024. *Danske Love/Boafgiftsloven §22, stk.5 til BAL §23, stk. 2*. [Online]

Available at: <https://danskelove.dk/boafgiftsloven>

[Senest hentet eller vist den 2024].

e-cvr.dk, 2024. e-cvr.dk. [Online]

Available at: <http://www.e-cvr.dk/?enhedsNummer=4009406743&person=marianne-grimstrup-larsen>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Information, 2024. *Danskerne til politikkerne i ny måling: I gør for lidt for klimaet*. [Online]

Available at: <https://www.information.dk/indland/2023/08/danskerne-politikkerne-ny-maaling-goer-lidt-klimaet>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Jane Bolander, L. M. A. N. L. I. L., 2021. Virksomhedsoverdragelse ved succession. I: Lærebog om indkomstskat. Viborg: DJØF FORLAG, p. 1412.

Ritzau, 2024. *Ny europæisk undersøgelse*. [Online]

Available at: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13759749/ny-europaeisk-undersogelse-danskerne-er-nogen-af-de-mest-positive-i-europa-nar-det-gaelder-den-gronne-omstilling?publisherId=4618148&lang=da>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Ritzau, 2024a. *Kraftig teknologi-udvikling md Power-to-X*. [Online]

Available at: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13663816/kraftig-teknologi-udvikling-mod-power-to-x?publisherId=1732641>

[Senest hentet eller vist den 2024].

Skat, 2024. C.D.6.3.4 Subjektive betingelser for en skattefri aktieombytning.

Skat, 2024. C.D.6.3.5 Frister for at gennemføre aktieombytning. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1945326>

Skat, 2024. C.D.6.3.6.1 Væsentlige ændringer skal anmeldes. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1945328#:~:text=Anmeldelses%20form.-,Hvilke%20%C3%A6ndringer%20skal%20anmeldes%3F,datterselskabet%2C%20herunder%20udstedelse%20af%20medarbejderaktier>

Skat, 2024. C.D.7.4.1 Betingelser for skattefri aktieombytning uden tilladelse. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1945253>

SKM2005.167.ØLR, 2005. SKM2005.167.ØLR, Østre Landsret : Skat.

SKM2012.281.ØLR, 2012. Skattefri aktieombytning - tilbagekaldelse - skatteunddragelse - skatteundgåelse - revisoransvar. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2045236&vid=0>

Sørensen, N. R., 2021. Omstruktureringer. Omstruktureringer.

Viden om vind, 2024. *Den bæredygtige økonomi*. [Online]

Available at: <https://videnomvind.dk/samfund/samfundsmaessige-fordele-ved-vindmoeller/>
[Senest hentet eller vist den 2024].

Vicatheaq, 2024. *ISO 14001:2015*. [Online]

Available at: <https://vicatheaq.dk/miljoe/iso-14001>
[Senest hentet eller vist den 2024].