

12.MAJ 2025



Afgangsprojekt - HD 2.del, Regnskab & Økonomistyring

VÆRDIANSÆTTELSE VED GENERATIONSSKIFTE

GRUPPE: 10

ANSLAG: 175.348

NORMALSIDER: 73

STUDERENDE/FORFATTERE:

DITTE DAVIDSEN

Studie nr: 20062229

JULIE HØJGAARD JENSEN

Studie nr: 20232128

MELINDA GÜLEZ

Studie nr: 20232145

PERNILLE HOLMBERG MADSEN

Studie nr: 20235204

VEJLEDERENS NAVN:

JONAS GRUD HENRIKSEN

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	3
2. Indledning.....	4
2.1 Problemstilling og problemformulering.....	6
2.2 Afgrænsning	6
2.3 Forkortelser anvendt i opgaven	7
3. Metodeafsnit.....	8
3.1 Kildekritik	9
3.1.1 Svagheder ved brug af værdiansættelsesmodeller i analysen.....	10
4. Succession som forudsætning for generationsskifte	11
5. Værdiansættelse ved generationsskifte	14
5.1 TSS-cirkulære 2000-09 – Værdiansættelse af aktier/anparter	15
5.1.1 Styrker og svagheder ved hjælpereglen i TSS-cirkulære 2000-09.....	17
5.2 TSS-cirkulære 2000-10 - Værdiansættelse af goodwill	18
5.3 Værdiansættelsesvejledningen 2009 fra Skattestyrelsen	20
5.3.1 DCF-modellen.....	22
5.3.2 Styrker og svagheder ved DCF-modellen	26
6. Lovændring af værdiansættelse ved generationsskifte	27
6.1 Lov nr. 369 af 09/04/2025 om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love	29
7. Analyse af værdiansættelsesmodeller	34
7.1 Casevirksomhed.....	34
7.1.1 Følsomhedsanalyse på casevirksomhed	37
7.1.2 Delkonklusion på analyse af casevirksomhed	38
7.2 Værdiansættelse af sammenligningsvirksomheder	39
7.2.1 Sammenligningsvirksomhed 1 – høj vækst	40
7.2.2 Sammenligningsvirksomhed 1 – følsomhedsanalyse	41
7.2.3 Sammenligningsvirksomhed 1 – delkonklusion	43
7.2.4 Sammenligningsvirksomhed 2 – turnaround.....	44
7.2.5 Sammenligningsvirksomhed 2 – følsomhedsanalyse	44

7.2.6	Sammenligningsvirksomhed 2 – delkonklusion	46
7.3	<i>Delkonklusion på analysen</i>	47
8.	Diskussion	49
8.1	<i>Værdiansættelsesmodeller ved generationsskifte</i>	50
8.2	<i>Kritik og debat af retskrav før vedtagelse af Lov nr. 369 af 09/04/2025</i>	53
8.3	<i>Retssikkerhed og myndighedsskøn</i>	55
8.4	<i>Praktisk anvendelighed og afgrænsningsproblemer</i>	58
8.5	<i>Forholdet til tidligere praksis og fortolkning</i>	60
8.6	<i>Skattemæssige konsekvenser for køber og sælger ved generationsskifte</i>	61
8.6.1	Sælgers skattemæssige perspektiv	61
8.6.2	Købers skattemæssige perspektiv	62
8.7	<i>Rådgiverens rolle ved generationsskifte</i>	63
8.8	<i>Udvidelse af nærtstående og neutralitet i generationsskifte</i>	64
8.9	<i>Sammenfatning af diskussion</i>	65
9.	Konklusion	66
10.	Perspektivering	70
11.	Litteraturliste	73
12.	Bilagsoversigt	78

1. Abstract

This assignment deals with the tax consequences of Act no. 369 of 09/04/2025, which introduces a schematic valuation model in connection with a generational change of companies. The purpose of the amendment is to create increased predictability and legal certainty in valuation. The new model gives taxpayers the legal right to use a standardized calculation based on historical accounting figures. In contrast to previous practice, where the valuation was often based on estimates and could be overruled by the tax authorities, the Act seeks to introduce a more uniform basis for valuation.

The purpose of this thesis is to examine how the new schematic model differs from previous valuation principles, and what tax and practical challenges the changes entail for both the transferor and the acquirer. The starting point is a combination of legal and quantitative methods. The legal dogmatic method has been used to analyse legislation, circulars and consultation responses. In contrast, the quantitative method has been used to make calculations using both TSS circulars 2000-09, 2000-10, the DCF model, and the new schematic valuation model. Through analyses of a specific case company and two comparison companies, the differences in valuation are assessed through development trends.

The analysis shows that the schematic valuation model provides clarity and minimizes the risk of subsequent conflicts with the tax authorities. On the other hand, the model does not always give a true and fair picture of the company's real market value, as it is based solely on historical accounting data and does not take into account future various factors.

The discussion includes professional views and highlights important issues, such as the absence of the right of appeal against the tax authorities' rejection of the form value and the lack of flexibility in special situations. It is also discussed how the model affects the role of the adviser and confidence in the tax practice.

The thesis concludes that the new schematic valuation model has the potential to simplify the generational change process, but that in its current form, it may give rise to new challenges that must be assessed in the future, including whether the valuations are undervalued in relation to market value? Should the legal claim apply to all types of companies?

2. Indledning

Generationsskifte af virksomheder er et skattemæssigt område, der gennem årene har fået stigende opmærksomhed – både i den politiske debat og i praksis hos rådgivere og virksomhedsejere.

Skattereglerne på området har dog været præget af storpolitisk ustabilitet. Afgiftssatserne, som spiller en central rolle i generationsskifteprocessen, er løbende blevet ændret – ofte afhængig af den siddende regeringens politiske holdning til beskatning ved formueoverdragelsen. I perioder er bo- og gaveafgiften blevet sat op, for at sikre større skatteindtægter, mens andre regeringer har arbejdet for at reducere den. I år 2017 blev det i folketinget besluttet at satsen skulle sættes ned til 5%, men da der kom en ny regering efterfølgende, blev den hævet til 15%. Denne zigzagkurs bliver kritiseret i forhandlinger af den nye lov vedrørende generationsskifte. Senest i lovforslaget er den igen lagt op til en sænkning af gaveafgiften ved generationsskifte til 10%, hvilket markerer endnu et skift i det politiske fokus (Folketinget & Stoklund, 2025).

Når en virksomhed skal overdrages fra én generation til den næste, involverer det langt mere end blot et ejerskifte – det indebærer komplekse overvejelser, der strækker sig over juridiske og skattemæssige discipliner. Særligt værdiansættelsen af virksomheden spiller en afgørende rolle i hele processen, da den danner grundlag for fastsættelse af bo- og gaveafgift, og har stor betydning for de skattemæssige konsekvenser som både overdrager og erhverver kan blive mødt med.

Et korrekt og objektivt værdiansættelsesgrundlag er centralt for, at generationsskiftet kan gennemføres uden utilsigtede skattemæssige konsekvenser. Dette skyldes, at mange overdragelser sker mellem nærtstående parter, hvor der ofte ikke foreligger en reel handelspris. Dermed bliver værdiansættelsen ofte et skøn, hvilket øger risikoen for efterfølgende konflikt med skattemyndighederne. De gældende metoder og regler for værdiansættelse har historisk været genstand for både faglig og politisk debat – netop fordi de ofte har været uklare, komplekse og i nogle tilfælde skønsmæssigt usikre.

Gennem tiden er der blevet udviklet flere metoder til værdiansættelse, som virksomheder og rådgivere kan anvende i forbindelse med generationsskifte. Eksempler herpå er formueskattekursen, TSS-cirkulære 2000-09 vedrørende unoterede aktier og anparters, TSS-cirkulære 2000-10 om værdiansættelse af goodwill, samt principperne i Den juridiske vejledning. Flere af disse metoder er blevet revideret eller helt ophævet, hvilket har skabt

usikkerhed omkring, hvilken metode der reelt skal anvendes i praksis. Særligt har fjernelsen af formueskattekursmetoden i 2015 haft stor betydning, da denne tidligere sikrede en lavere værdiansættelse – og dermed en lavere afgift ved generationsskifte (Olesen, 2023).

Denne usikkerhed er blevet yderligere forstærket af, at skattemyndighederne ikke altid har været entydige i deres praksis. Der er tilfælde, hvor skatteyderes værdiansættelser baseret på TSS-cirkulærerne er blevet tilsidesat med henvisning til, at værdierne ikke har været retvisende. Dette understreger behovet for et mere objektivt og ensartet system, som skaber gennemsigtighed og retssikkerhed for de implicerede parter. I praksis er det ofte rådgiverens vurdering, som afgør hvilken metode der anvendes, og hvilken værdi der fastsættes, men dette kan give anledning til betydelig uenighed, hvis skattemyndighederne vurderer, at handelsværdien er højere.

Som svar på denne udfordring blev der i forbindelse med finanslovsaftalen for 2020 nedsat en ekspertgruppe med det formål at analysere eksisterende praksis og foreslå en ny model, der kunne sikre en mere ensartet og forudsigelig værdiansættelse for generationsskifte. Ekspertgruppens anbefalinger har dannet grundlag for den nyligt vedtagne Lov nr. 369 af 09/04/2025, der blandt andet indeholder en ny §12a i boafgiftsloven (BAL). Den mest centrale ændring er indførelsen af et retskrav på anvendelse af en skematisk værdiansættelsesmodel, som giver virksomhedsejere mulighed for at vælge en standardiseret metode, baseret på objektive og historiske regnskabstal frem for skønsmæssige vurderinger.

Den skematiske værdiansættelsesmodel bygger videre på principperne i de tidligere cirkulærer, men adskiller sig ved at være bindende, når visse betingelser er opfyldt. Derudover introducerer modellen faste metoder til beregning af goodwill og regulering af egenkapitalen, herunder vægtning af tidligere års resultater og kapitaliseringsfaktor. Dette skal gøre det muligt for virksomheder at beregne en værdi, som på forhånd kan lægges til grund ved fastsættelse af gaveafgift – uden behov for efterfølgende forhandling med eller godkendelse fra skattemyndighederne.

Lovændringen har derfor væsentlige implikationer for både rådgivningspraksis og for de virksomheder, der står overfor et generationsskifte. Den skematiske værdiansættelsesmodel giver mulighed for bedre planlægning og forudsigelighed, men rejser samtidig spørgsmålet: Giver modellen et retvisende billede af virksomhedens faktiske værdi? Eller erstatter den blot én form for skøn med en anden, dog i form af et skema? Og vil den nye model rent faktisk gøre generationsskifte nemmere og mere gennemskelig? Er det muligt at skabe en model, der både

er skematisk og samtidig retvisende for virksomhedens reelle handelsværdi? Og hvad bliver de skattemæssige konsekvenser for henholdsvis overdrager og erhverver?

2.1 Problemstilling og problemformulering

I denne opgave undersøges, hvordan den nye skematiske værdiansættelsesmodel påvirker generationsskifte og værdiansættelse i selskaber, og hvilke skattemæssige konsekvenser det medfører, for både overdrager og erhverver. Gennem redegørelse, analyse og anvendelse af konkrete modeller og beregninger vil vi belyse vores problemstilling. Der tages udgangspunkt i en analyse af de hidtidige værdiansættelsesprincipper og sammenligning med de ændringer, der følger af Lov nr. 369 af 09/04/2025. Med udgangspunkt i konkrete eksempler og regnskabstal undersøges det, om den skematiske værdiansættelsesmodel bidrager til større retssikkerhed og transparens – eller om den indfører nye udfordringer i en allerede kompleks proces.

Ovenstående undren fører os til følgende problemformulering:

Hvordan påvirker den nylig vedtaget *Lov nr. 369 af 09/04/2025 "Lov om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love"*, værdiansættelse af virksomheder i Danmark ved generationsskifte, og hvilke skattemæssige konsekvenser medfører ændringerne?

2.2 Afgrænsning

I besvarelsen af vores problemformulering vælger vi at koncentrere os om generationsskiftet i selskaber. Derved afgrænser vi os fra personligt ejede virksomheder, da området ellers vil blive for bredt til opgavens omfang, i det værdiansættelsen her adskiller sig lidt i forhold til selskaber. Derudover vil vi se bort fra de børsnoterede selskaber, som har en kendt handelsværdi, da disse falder udenfor vores problemstilling med fastsættelse af en ukendt handelsværdi, samt at lov nr. 369 af 09/04/2025 ikke omfatter aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked.

Da lovgivningen om værdiansættelse af selskaberne kun indbefatter overdragelse mellem nærtstående parter efter BAL §22 afgrænser vi os hertil. Derudover er det kun generationsskifte i levende live vi vil fokusere på og derved ikke dødsboer efter dødsboskatteloven (DBSL), da generationsskifte af dødsboer nødvendigvis ikke har samme planlægningsmuligheder som ved et generationsskifte i levende live.

Den nye lovgivning omfatter flere områder i generationsskifte, men vi ser kun på den del der omhandler værdiansættelsen i §12a i BAL og ikke de andre reguleringer i lovgivningen som f.eks. ændring af afgiftssatsen og pengetanksreglen. I opgaven kommer vi ligeledes også kun ind på selve værdiansættelsen i generationsskifteprocessen og ikke de forskellige omstrukturingsmetoder såsom fusion, spaltning eller tilførsel af aktiver, der kan anvendes som led i generationsskifte. Vi kommer kort ind på succession ved generationsskifte, da det er et krav at generationsskiftet overholder reglerne herfor, for at virksomhederne kan anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel i Lov nr. 369 af 09/04/2025 til værdiansættelse.

2.3 Forkortelser anvendt i opgaven

I opgaven vil vi benytte os af forkortelser for de nedenstående begreber. Første gang de introduceres i opgaven vil de præsenteres fuldt ud og derefter anvendes følgende forkortelser:

L123: Lovforslag om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love

L183: Lovforslag til lov om ændring af boafgiftsloven og forskellige andre love.

Lov nr. 369 af 09/04/2025: Stadfæstet lov om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love.

SKM: Skatteministeriet meddelelser

ABL: Aktieavancebeskatningsloven

BAL: Boafgiftsloven

DBSL: Dødsboskatteloven

FSR: Danske revisorer

3. Metodeafsnit

I denne opgave er der primært anvendt den juridiske metode, også kaldet den retsdogmatiske metode. Denne metode er særligt velegnet til at analysere og fortolke gældende ret. Vi anvender den til at undersøge, hvordan regler og principper i dansk skatteret er udformet og anvendes i praksis i relation til generationsskifte og værdiansættelse. Formålet med metoden er at identificere gældende ret, fortolke retsreglerne samt vurdere, hvordan disse skal anvendes i konkrete situationer, som f.eks. ved overdragelse af virksomheder mellem nærtstående parter.

Anvendelsen af den juridiske metode har betydet, at vi har taget udgangspunkt i relevante retskilder, herunder lovgivning, forarbejder, bekendtgørelser, domspraksis samt cirkulærer og vejledninger fra skattemyndighederne. Særligt har vi fokuseret på BAL, aktieavancebeskatningsloven (ABL), samt Lov nr. 369 af 09/04/2025 og de tilhørende bemærkninger og høringssvar. Derudover har vi inddraget den juridiske vejledning, TSS-cirkulærer og ekspertgruppens rapport om værdiansættelse ved generationsskifte. Disse kilder har dannet grundlag for analysen af både de gældende regler og den nye lov.

Ud over den juridiske metode er der også gjort brug af den kvantitative metode i form af økonomiske beregninger. I beregningerne har vi manipuleret med tallene, og selv lavet et budget, da vi ikke har virksomhedens budgettal og derved heller ikke virksomhedens omsætning. I analysen er der anvendt værdiansættelsesmodeller som TSS-cirkulære 2000-09 og 2000-10 samt DCF-modellen, der alle bruges til at opgøre værdien af en virksomhed. For at illustrere forskellene mellem de gældende og de foreslåede værdiansættelsesprincipper, har vi anvendt regnskabstal fra en konkret produktionsvirksomhed. Regnskabet er reelt, men tallene er afrundet og tilpasset for at sikre anonymitet og anvendelighed i analysen. Da der ikke foreligger alle nødvendige oplysninger, har vi udarbejdet et fiktivt budget samt tal for omsætningen og antaget visse nøgleforudsætninger, herunder omsætningsudvikling og kapitalstruktur. Dette er gjort for at kunne gennemføre en sammenlignelig og retvisende analyse.

Informationssøgningen har omfattet både primære og sekundære kilder. De primære kilder udgøres af lovtekster, vejledninger, domme og cirkulærer, mens de sekundære kilder består af lærebøger og artikler fra anerkendte fagspecialister samt materiale fra undervisningen i Skatteret II. Vi har benyttet os af biblioteksdata-baser samt officielle hjemmesider som Retsinformation, Skatteministeriets publikationer og Folketingets dokumentarkiv, for at sikre et opdateret og fagligt solidt kildemateriale.

Afslutningsvis skal det nævnes, at opgaven ikke har til formål at tage stilling til alle skatteretlige problemstillinger ved generationsskifte, men derimod at belyse, hvordan den nye lov påvirker selve værdiansættelsen. Vi har afgrænset os fra personligt ejede virksomheder og fokuserer alene på selskaber. Analyserne skal således ses i lyset af denne faglige og metodiske afgrænsning, hvor formålet er at belyse den praktiske anvendelse af den nye lov ud fra et juridisk perspektiv (Hansen, Werlauff, & Petersen, 2022).

3.1 Kildekritik

I forbindelse med udarbejdelsen af denne opgave er der anvendt både primære og sekundære kilder, som hver især har været genstand for en kritisk vurdering. De primære kilder som gældende lovgivning samt øvrige anvendte retskilder anses for at have høj troværdighed, da de repræsenterer den officielle og gældende retspraksis og retsanvendelse. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at visse vejledninger og cirkulærer kan være præget af en vis grad af fortolkning, og derfor ikke altid kan anses som bindende retskilder.

Retskilderne som de love og bekendtgørelser vi har anvendt, indgår i et retshierarki, hvilket betyder at de retskilder, der er på laveste niveau, er underlagt dem over. Cirkulærerne, skattemeddelelser (SKM) og den juridiske vejledning er ikke retskilder, da disse ikke har hjemmel i lov. De er en generel instruks om forståelse af lovgivningen eller behandling af bestemte typer af sager. Selvom disse kilder ikke er lov, så vil offentliggørelsen af disse fra myndighederne, skabe en forventning om at lovgivningen bliver administreret ud fra disse. Derfor har disse instrukser og vejledninger udviklet sig til særegne retskilder efter forventningsprincippet, hvor principperne i kilderne kan anvendes indtil der sker en praksisændring (Hansen, Werlauff, & Petersen, 2022). TSS-cirkulærerne og værdiansættelsesprincipperne i den juridiske vejledning, er dermed ikke en retskilde, men er en særegen retskilde, der anvendes i praksis til værdiansættelse. Den nye Lov nr. 369 af 09/04/2025 er en lovændring til nuværende love og da værdiansættelsen her er skrevet ind i loven, giver det selskaberne et retskrav på at anvende denne. Forventningen er fremadrettet at den nye lov skal erstatte TSS-cirkulærerne.

I forbindelse med udarbejdelse af opgaven har vi derudover anvendt høringssvar fra relevante aktører samt kommentarer og ministersvar. Disse kilder har bidraget til at belyse formålet med lovændringen og de bekymringer, der har været inden vedtagelse af Lov nr. 369 af 09/04/2025. Selvom disse forskellige dokumenter med spørgsmål og svar ikke er juridisk bindende, har de stor betydning for fortolkning af lovens intentioner og for forståelsen af den politiske kontekst,

som ændringerne er vedtaget i. Ydermere har vi anvendt ekspertgruppens rapport ”Rapport fra ekspertgruppe om værdiansættelse ved generationsskifte” til belysning af deres anbefalinger vedrørende en ny værdiansættelsesmodel. Ekspertgruppen består af en ekstern formand, tre eksterne sagkyndige medlemmer, samt tre deltagere fra skatteministeriet, erhvervsministeriet og finansministeriet. De fire eksterne medlemmer består en professor fra CBS, to advokater samt en statsautoriseret revisor. De eksterne medlemmer jf. rapporten er blevet udvalgt, grundet deres faglige og personlige kvalifikationer, og ikke for at repræsentere nogle interessegrupper eller lignende. Selve rapporten er opbygget således, at der er besvarelser fra en samlet flertalsgruppe samt besvarelser fra, advokat Michael Serup, som mindretal bemærkninger. I opgaven bliver begge perspektiver inddraget (Skatteministeriet, 2021).

Som benævnt i ovenstående, da er de eksterne fagpersoner udvalgt på baggrund af deres faglige og personlige kvalifikationer og ikke som repræsentanter for interessegrupper. Dette styrker rapportens faglige troværdighed og giver indtryk af, at konklusionerne i rapporten er baseret på juridisk og økonomisk indsigt frem for interessevaretagelse. Det skal dog bemærkes, at rapporten ikke er et juridisk bindende dokument, men en faglig vurdering og anbefaling. Den repræsenterer således ikke retspraksis, men mere en teknisk og politisk funderet anbefaling, hvorfor rapportens indhold bør ses som et input til lovgivningsprocessen og ikke som en autoritativ retskilde. Rapportens vægt i opgaven bliver derfor brugt mere som forarbejde og til at belyse problemstillingerne end som kilde til gældende ret.

De sekundære kilder består blandt andet af lærebøger, artikler fra revisions- og rådgivningshuse, ekspertudtalelser samt undervisningsmateriale. Her har vi været opmærksomme på at anvende kilder fra anerkendte forfattere og institutioner, som f.eks. Birgitte Sølvkær Olesens "Generationsskifte og omstrukturering" og publikationer fra Skatteministeriet, BDO og EY. Disse kilder er brugt til at underbygge forståelsen af praksis og fortolkningsmuligheder, men vi har forholdt os kritisk til, hvornår der er tale om objektiv redegørelse, og hvornår der gives subjektive vurderinger eller forslag til fremtidig praksis.

3.1.1 Svagheder ved brug af værdiansættelsesmodeller i analysen

I forbindelse med analyse af værdiansættelse ved generationsskifte er der anvendt forskellige værdiansættelsesmodeller, herunder DCF-modellen og den forenklende praksis ved anvendelse af de tidligere TSS-cirkulærer. Selvom modellerne bidrager til en struktureret tilgang til fastsættelse af virksomhedens værdi, da er det væsentligt at være opmærksom på de metodiske og praktiske begrænsninger, som kan påvirke validiteten af resultaterne.

DCF-modellen bygger på forventede fremtidige pengestrømme, der tilbagediskonteres til nutidsværdi. Denne metode kræver et solidt datagrundlag, herunder budgetterede tal for omsætning, omkostninger, investeringer samt kapitalstruktur. I vores analyse er budgetforudsætningerne baseret på opstillede, fiktive tal, da der ikke har været adgang til reelle virksomhedsoplysninger. Dette indebærer en væsentlig usikkerhed, da værdiansættelsen i høj grad afhænger af kvaliteten i budgetforudsætningerne. Vi har dog tilstræbt gennemsigtighed i vores forudsætninger og tydeligt markeret, hvor der er tale om fiktive eller justerede tal.

Derudover er de værdiansættelsesprincipper, som tidligere fremgik af TSS-cirkulærerne og den juridiske vejledning, blevet erstattet med den nye lovgivning. Denne overgang skaber en metodisk udfordring, da der i praksis kan opstå usikkerhed om, hvorvidt den tidligere administrative praksis stadig kan tillægges betydninger i sager, der ligger tæt på skæringsdatoen. Dette skaber eventuelt fortolkningsmæssige usikkerheder i analyser, der ligger i overgangsperioden mellem gammel praksis og den nye model.

4. Succession som forudsætning for generationsskifte

Før der kan foretages en værdiansættelse ved generationsskifte, er det afgørende at tage stilling til, om overdragelse kan ske med succession. Både den tidligere administrative praksis og de nye regler i Lov nr. 369 af 09/04/2025 forudsætter, at overdragelsen opfylder kravene til at kunne ske med succession for at kunne anvende værdiansættelsesprincipperne. Derfor gennemgår vi hvad det betyder at overdrage med succession og hvad forudsætninger er for at man kan anvende denne skattemæssige metode.

Succession er et centralt begreb i forbindelse med generationsskifte, som har stor betydning for, hvordan overdragelsen af en virksomhed til nærtstående familiemedlemmer kan gennemføres uden likviditetsmæssige udfordringer. Når der sker succession, betyder dette, at erhververen indtræder i overdragerens skattemæssige stilling. Dette betyder, at den skattemæssige avance, der ellers ville være udløst ved overdragelsen, udskydes, og først beskattes i det øjeblik, hvor erhververen engang i fremtiden eventuelt sælger virksomheden eller dens aktiver. På denne måde undgår man en betydelig beskatning ved generationsskifte og sikrer, at virksomheden kan videreføres uden at der forekommer en økonomisk belastning af en øjeblikkelig afregning med skattemyndighederne (Den juridiske vejledning C.C.6.7.2, 2025).

Reglerne om succession er primært reguleret i ABL §34, der giver mulighed for overdragelse af aktier eller anparter med skattemæssige succession, på betingelse af at overdragelsen sker til

nærtstående (Aktieavancebeskatningsloven, 2021). Dette gælder typisk i forbindelse med gaveoverdragelse eller overdragelse mod en lavere vederlæggelse end markedsprisen. Reglerne finder også anvendelse ved hel eller delvis gaveoverdragelse i kombination med hel eller delvis betaling (blandet overdragelse). En vigtig forudsætning for succession er, at den overdragne virksomhed er aktiv – dvs. den ikke primært består af passiv kapitalanbringelse. Her kommer den såkaldte pengetanksregel i spil, som vil blive behandlet kort nedenfor.

Succession er frivilligt, men hvis den anvendes, da overtager erhververen ikke kun virksomhedens aktiver og drift, men også virksomhedens skattemæssige forhold, som overdrageren var underlagt, hvilket betyder at både anskaffelsessummer, afskrivningsgrundlag samt avancer overføres, og skattemæssige afskrivninger og genvundeafskrivninger overgår til den nye (Den juridiske vejledning C.C.6.7.2, 2025).

Et væsentligt formål med reglerne for succession er at fremme kontinuiteten i erhvervslivet samt gøre det nemmere at overdrage virksomheder mellem to generationer. Hvis hele virksomhedens opsparet skattemæssig avance skulle realiseres ved overdragelsen, da kunne dette medføre, at virksomheden skulle give afkald på nogle aktiver, optage lån eller værste fald afvikles, hvorfor reglerne for succession mindsker denne risiko og er derfor et centralt element ved generationsskifte.

Der er dog en række betingelser, som gælder ved anvendelse af succession. Første betingelse lyder på, at overdragelsen skal ske til personer, som er omfattet af den nære familie, som defineret i BAL §22 (Boafgiftsloven, § 22). Denne omfatter børn, børnebørn samt forældre og i visse tilfælde søskende (gældende fra 2027). Anden betingelse er at virksomheden ikke må udgøre en såkaldt pengetank. Hvis over halvdelen af virksomhedens aktiver eller indtægter kommer fra passiv kapitalanbringelse, herunder værdipapirer eller udlejning uden aktiv drift – er virksomheden en pengetank og kan dermed ikke overdrages med succession. Denne begrænsning skal forhindre, at personer omgår reglerne om realisation ved gaveoverdragelse gennem holdingselskaber eller passive investeringsselskaber.

Succession har ikke en direkte betydning for værdiansættelsen af virksomheden, da handelsværdien skal fortsat fastsættes ud fra gældende værdiansættelsesprincipper. Men successionsmuligheden kan påvirke den samlede skattemæssige planlægning og dermed valget, som foretages mellem forskellige modeller. Ved succession undgår man avancebeskatning, hvilket gør det lettere at gennemføre et generationsskifte rent likviditetsmæssigt.

I praksis bliver succession kombineret med andre skatte- og afgiftsmæssige hensyn, herunder nedsat bo- og gaveafgift, som med Lov nr. 369 af 09/04/2025 reduceres fra 15% til 10% ved overdragelse af erhvervsvirksomheder mellem nærtstående (Stoklund, 2025). En kombination af succession og en lavere afgift gør det mere fordelagtigt at overdrage virksomheden.

Den nye Lov nr. 369 af 09/04/2025 ændrer ikke grundlæggende på successionsreglerne i ABL §34, men giver nogle væsentlige udvidelser, herunder får virksomheder, som udøver aktiv ejendomsudlejning, mulighed for at blive overdraget med succession. En mulighed, som tidligere var afskåret, da ejendomsudlejning oftest blev betragtet som en passiv aktivitet og dermed faldt ind under pengetanksreglen. Fremadrettet vil det være muligt for f.eks. en produktionsvirksomhed, der ejer og udlejer egne driftsbygninger, at anvende succession ved overdragelse, forudsat aktiviteten har karakter af egentlig drift. Ændringen træder i kraft pr. 1. januar 2025 og er en vigtig lempelse for mange mindre og mellemstore familieejede selskaber, der ofte ejer deres ejendomme i egne selskaber. Dog bevares pengetanksreglens kerne, og succession er fortsat udelukket for virksomheder, hvor passiv kapitalanbringelse udgør over 50% af aktiverne eller indtægterne (Stoklund, 2025).

I forbindelse med succession og generationsskifte spiller den såkaldte pengetanksregel en væsentlig rolle. Reglen har til formål at forhindre, at virksomheder, som primært består af passiv kapitalanbringelse f.eks. investering i værdipapirer, kontanter eller udlejning af fast ejendom, kan overdrages med succession. Hvis over 50% af virksomhedens aktiver eller indtægter stammer fra passiv kapital, anses virksomheden for at være en pengetank, og succession kan derfor ikke anvendes. Denne regel har været kritiseret for at være for restriktiv, særligt i forhold til mindre familieejede virksomheder, hvor passiv kapital ofte udgør en nødvendig del af forretningsmodellen (Den juridiske vejledning C.E.3.3.4.3.4.2, 2025) (BDO, 2025).

Med Lov nr. 369 af 09/04/2025 er der dog indført en vis lempelse af pengetanksreglen, idet aktiv ejendomsudlejning i visse tilfælde nu kan overdrages med succession. Denne ændring træder i kraft den 1. januar 2025. Da ændringen ikke vedrører værdiansættelsesmodellerne direkte og at den ikke direkte har sammenhæng med værdiansættelsen, som er vores primære fokus, hvorfor pengetanksreglen ikke yderligere vil blive behandlet i denne opgave (BDO, 2025).

5. Værdiansættelse ved generationsskifte

I den praksis som skattemyndighederne udstikker ved generationsskiftemodeller, er det de værdier som ligger til grund for modellerne, der er interessante. Hvis værdiansættelsen ikke er korrekt, kan forudsætningerne for generationsskifte anfægtes af skattemyndighederne, og dermed falde bort. Derfor er det vigtigt at generationsskiftet sker på basis af en korrekt værdiansættelse, hvilket ikke er ukompliceret i praksis (Olesen, 2023).

Værdiansættelsescirkulære nr. 185 af 17. november 1982 var grundlag for værdiansættelse ved generationsskifte, indtil den del af cirkulæret, der gjorde det muligt for interesseforbundne parter at anvende formueskattekurs som værdiansættelsesmetode. Den blev ophævet d. 5. februar 2015, ved ophævelse af punkt 17 og 18 i cirkulæret. Formueskattekursmetoden gav en fordelagtig kurs i forhold til andre metoder, og dermed en mindre afgift ved overdragelsen til børn og børnebørn. Værdiansættelsescirkulære nr. 185 omfattede dødsboer og gaveafgiftsberegning, hvilket betød at et generationsskifte i levende live kun kunne benytte cirkulæret, hvis det var en overdragelse indenfor den kreds, der er omfattet af BAL §22. Her var overdragelser mellem søskende eller hovedaktionær og selskab ikke omfattet. Efter ophævelsen har værdiansættelsescirkulæret nr. 185 kun en funktion ved overdragelser af fast ejendom indenfor den kreds der er omfattet af cirkulæret (Olesen, 2023).

Værdiansættelsen skal ske til handelsværdi jf. BAL §§ 12 og 27, hvilket betyder den værdi som tredjemand vil betale for virksomheden/aktierne, hvis overdragelsen sker indenfor interesseforbundne parter. Ved generationsskifte med unoterede aktier, er der ikke altid tilgængelige sammenlignelige handelsværdier fra reelle handler mellem uafhængige parter, som man kan anvende til værdiansættelsen. Hvis der ikke er konstaterbare handelsværdier, må denne fastsættes ud fra et skøn. Derfor har skattemyndighederne udstukket værdiansættelsesprincipper i form af cirkulærer og vejledninger, der skal anvendes ved generationsskifte. Der er samtidig praksis fra skattemyndighederne og afgørelser fra domstolene, der har indflydelse på værdiansættelse ved generationsskifte (Olesen, 2023).

I år 2000 udstedte skattemyndighederne tre nye værdiansættelsescirkulærer, der vedrører fast ejendom, unoterede aktier/anparter og goodwill:

1. TSS-cirkulære nr. 2000-5 af 15. marts 2000 (fast ejendom)
2. TSS-cirkulære nr. 2000-9 af 28. marts 2000 (unoterede aktier/anparter)
3. TSS-cirkulære nr. 2000-10 af 28. marts 2000 (goodwill)

Dog blev TSS-cirkulære nr. 2000-5 af 15. marts 2000 (fast ejendom) allerede i 2007 ophævet igen og principperne blev overført til skattestyrelsens juridiske vejledning.

Til forskel fra formueskattekursmetoden, hvor værdiansættelsen tog udgangspunkt i skattekurser, tager værdiansættelsesberegningen i TSS-cirkulærer af 2000 udgangspunkt i den indre værdi af selskabet, hvor goodwill og merværdi tillægges. Formueskattekursmetoden gav ofte en lavere værdiansættelse end de nyere værdiansættelsescirkulærer fra 2000.

Efter at punkt 17 og 18 blev ophævet i værdiansættelsescirkulære nr. 185 af 17. november 1982 er det retningslinjerne i TSS-cirkulære nr. 2000-9 af 28. marts 2000 samt den juridiske vejledning, der anvendes ved værdiansættelse ved overdragelse af aktier/anparter mellem forældre, børn/børnebørn og samleverer (Olesen, 2023).

Værdiansættelse ud fra TSS-cirkulærerne og værdiansættelsesmetoderne i den juridiske vejledning vil ofte ligge indenfor et spænd. Den skematiske værdiansættelsesmodel af goodwill ud fra historiske tal, kritiseres samtidig for ikke at vise et retvisende billede af handelsværdien, og der er kommet anbefalinger til justeringer af goodwillcirkulæret. Derfor giver det en usikkerhed og det er ikke gennemskueligt hvornår man skal anvende de forskellige værdiansættelsesprincipper. Hvis der opstår uenighed mellem skatteyder og skattemyndigheder om værdiansættelsen ved et generationsskifte, er det i sidste ende domstolene der skal fastsætte værdien (Olesen, 2023).

I nedenstående underafsnit vil vi beskrive de værdiansættelsesmetoder der hidtil er anvendt indtil vedtagelse af Lov nr. 369 af 09/04/2025, og se på deres styrker og svagheder.

5.1 TSS-cirkulære 2000-09 – Værdiansættelse af aktier/anparter

TSS-cirkulære 2000-09, udstedt den 28. marts 2000 af Told- og Skattestyrelsen, indeholder Ligningsrådets vejledende anvisning om værdiansættelse af unoterede aktier og anparter. Cirkulæret har til formål at fastlægge retningslinjer for fastsættelse af handelsværdien af sådanne værdipapirer, især i situationer hvor der ikke foreligger en kendt markedsværdi.

Cirkulæret gælder for overdragelser mellem interesseforbundne parter, hvor overdragelsen ikke er omfattet af cirkulære nr. 185 af 17. november 1982 om værdiansættelse af aktiver og passiver i dødsboer m.v. og ved gaveafgiftsberegning. Det finder anvendelse ved ligning af juridiske personer, bortset fra dødsboer.

Den primære metode til værdiansættelse er fastsættelse af handelsværdien. Hvis handelsværdien ikke kendes, f.eks. fordi aktierne ikke har været omsat, kan en hjælperegulering

anvendes som vejledende metode. Hjælpereglen indebærer, at værdien af aktierne beregnes som summen af værdierne af de enkelte aktiver minus gældsposterne i selskabet, tillagt værdien af goodwill (TSS-cirkulære 2000-9, 2000). Denne opgørelse baseres på selskabets seneste årsregnskab, med følgende korrektioner:

- **Fast ejendom:** Den regnskabsmæssige værdi erstattes med den seneste offentlige ejendomsvurdering. Eventuelle ombygningsudgifter, der ikke er inkluderet i vurderingen, tillægges.
- **Associerede selskaber:** Beholdninger af unoterede aktier eller anparter i associerede selskaber medtages til værdien opgjort efter hjælpereglen, hvis handelsværdien er ukendt.
- **Goodwill og andre immaterielle aktiver:** Værdien fastsættes i overensstemmelse med retningslinjerne i TSS-cirkulære 2000-10 om værdiansættelse af goodwill.
- **Udskudt skat:** Beregnet udskudt skat (netto) medtages og justeres i forhold til de nævnte korrektioner. Negativ udskudt skat kan medtages, men kun til en værdi under.
- **Egne aktier:** Eventuel bogført værdi af egne aktier medtages ikke i beregningen af den indre værdi. Ved kursberegning reduceres den nominelle aktiekapital med den andel, som de egne aktier repræsenterer.

Det understreges, at hjælpereglen er vejledende. Resultatet af dens anvendelse kan fraviges helt eller delvist, hvis det anses for nødvendigt for at opnå en retvisende værdiansættelse af de overdragne aktier. Dette kan være tilfældet, hvis hjælpereglens resultater afviger markant fra handelsværdien.

Anvisningen trådte i kraft den 14. april 2000 og kan anvendes på sager, hvor der endnu ikke er truffet afgørelse, og hvor de skattepligtige vælger at følge anvisningens regler (TSS-cirkulære 2000-9, 2000).

I praksis anvendes TSS-cirkulære 2000-09 ofte som et værktøj til værdiansættelse af unoterede aktier og anparter, især når der ikke foreligger en kendt handelsværdi. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at hjælpereglen kan fraviges, hvis den ikke afspejler den reelle handelsværdi. Dette blev bekræftet i Højesteretsdommen SKM2018.41.HR, hvor retten fastslog, at hjælpereglerne kunne tilsidesættes, hvis de førte til en værdiansættelse markant lavere end handelsværdien (SKM2018.41.HR, 2018) (Christiansen & Christiansen, 2018).

5.1.1 Styrker og svagheder ved hjælpereglen i TSS-cirkulære 2000-09

TSS-cirkulære 2000-09 indeholder en hjælperegel til brug for værdiansættelse af unoterede aktier og anparter, når der ikke foreligger en umiddelbar tilgængelig markedsværdi. Hjælpereglen bygger grundlæggende på virksomhedens indre værdi, typisk beregnet på baggrund af det seneste årsregnskab, og tillagt en eventuel goodwillværdi. I mange år har denne metode været anvendt som en standard i forbindelse med overdragelse mellem nærtstående, herunder generationsskifte, men cirkulæret er ikke uden kritik. Modellen har både styrker og svagheder, som det er vigtigt at belyse i vurderingen af dens anvendelighed (Howitz & Egelund, 2000).

En af de væsentligste styrker ved hjælpereglen er dens gennemsikuelighed og enkle opbygning. Den tager udgangspunkt i regnskabsmæssige nøgletal, som er offentligt tilgængelige og lette at dokumentere. Dette gør metoden relativt nem at anvende i praksis – både for rådgivere og skattemyndighederne. Desuden giver modellen en vis ensartethed i behandlingen af lignende sager, hvilket bidrager til en forudsigelig praksis, som har skabt et fælles udgangspunkt for både virksomheder og skattemyndighederne (Olesen, 2023).

Hjælpereglen har også haft en vigtig praktisk funktion, særligt i de tilfælde, hvor der ikke eksisterer sammenlignelige markedsdata for unoterede selskaber. I fraværet af egentlige handler kan det være vanskeligt at opgøre en objektiv handelsværdi, og her har hjælpereglen fungeret som en retningslinje for værdiansættelsen. Modellen er således velegnet i stabile virksomheder, hvor resultaterne ikke svinger væsentligt fra år til år, og hvor virksomhedens struktur og indtjening er kendt og forudsigelig (Olesen, 2023).

På trods af disse fordele har hjælpereglen også svagheder. En af de mest centrale er, at modellen ikke nødvendigvis afspejler virksomhedens reelle markedsværdi. Hjælpereglen er udelukkende baseret på historiske regnskabstal og indre værdi og da der ikke inddrages faktorer som fremtidigt indtjeningspotentiale, vækstforventninger, konjunkturer eller unikke konkurrencefordele. Dette kan føre til, at værdiansættelsen enten bliver for lav eller for høj og dermed ikke retvisende. I virksomheder, der netop står over for vækst eller har foretaget store investeringer, kan dette skabe en væsentlig skævhed i vurderingen (Olesen, 2023).

Derudover er hjælpereglen uegnet i situationer, hvor virksomhedens forhold er ændret væsentligt siden seneste regnskabsår. F.eks. hvis der er sket fusioner, strukturændringer eller opnået væsentlige aftaler, der endnu ikke er regnskabsmæssigt realiserede. Modellen rummer heller ikke fleksibilitet til at tage højde for immaterielle værdier, brancheforskelle eller særlige

ejerstrukturer, hvilket gør den uhensigtsmæssig i komplekse og moderne virksomhedsformer (Olesen, 2023).

En anden betydelig svaghed er, at hjælpereglen ikke har karakter af egentlig lovgivning eller retskrav – den er alene vejledende. Det betyder, at skattemyndighederne har mulighed for at tilsidesætte den beregnede værdi, hvis den vurderes at afvige væsentligt fra virksomhedens handelsværdi. Dette blev bekræftet i Højesterets dom i sagen SKM2018.41.HR, hvor retten fastslog, at skattemyndighederne var berettiget til at korrigere en værdiansættelse baseret på hjælpereglen, idet der forelå objektive holdepunkter for, at værdien var for lav. Dermed skaber hjælpereglen en vis usikkerhed, særligt i tilfælde hvor den anvendte metode kan underkendes med økonomiske og skattemæssige konsekvenser til følge (SKM2018.41.HR, 2018).

5.2 TSS-cirkulære 2000-10 - Værdiansættelse af goodwill

Goodwill kan være vanskeligt at værdiansætte, da det ikke er et fysisk aktiv, men derimod dækker det over virksomhedens merværdi i form af omdømme, kundebase, brand og lignende. Skattemyndighederne har i TSS-cirkulæret 2000-10 udstedt en standardiseret beregningsmodel til værdiansættelse af goodwill. Cirkulæret tager udgangspunkt i, at goodwill værdiansættes som et skøn over handelsværdien ud fra et hensyn til de konkrete foreliggende omstændigheder (TSS-cirkulære 2000-10, 2000).

Der er i nogle brancher fastsat en kutyme for på hvilken baggrund værdiansættelsen af goodwill skal beregnes. Det kunne f.eks. være på baggrund af omsætningen. Hvis der ikke ligger en fastsat branchekutyme kan goodwill-cirkulærets vejledende beregningsmodel anvendes til værdiansættelsen af goodwill (Den juridiske vejledning C.C.6.4.1.2, 2025).

Det skal nævnes, at beregningsmodellen udelukkende er vejledende og derfor vil man skulle tage den enkelte situations omstændigheder i betragtning og på den baggrund korrigere modellen. Ifølge cirkulæret skal den endelige værdiansættelse skønsmæssigt svarer til den pris en uafhængig tredjemand er villig til at betale for goodwill.

Beregningsmodellen tager udgangspunkt i de seneste tre års regnskabsmæssige resultater før skat, som er udarbejdet efter årsregnskabsloven. De regnskabsmæssige resultater før skat reguleres for følgende poster:

- ÷ Ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuel medarbejdende ægtefælle
- ÷ Finansielle indtægter
- + Finansielle udgifter

+/- Eventuelle ekstraordinære poster i henhold til årsregnskabsloven

+ Afskrivninger på tilkøbt goodwill

Reguleringerne renser for den del af resultat før skat, som ikke er direkte relateret til virksomhedens drift. Derefter skal der beregnes et vægtet gennemsnit, hvor de tre korrigerede resultater før skat hver især ganges med en faktor og slutteligt divideres med 6, for at skabe en vægtet gennemsnitsindtjening. Det nyeste/seneste regnskabsår ganges med faktoren 3. Det andensidste regnskabsår ganges med 2 og det tredjesidste regnskabsår ganges med 1 (TSS-cirkulære 2000-10, 2000).

Når man kender gennemsnitsindtjeningen, skal der beregnes og korrigeres for en eventuel udviklingstendens. Udviklingstendens skal tillægges eller fradrages, hvis der i de tre regnskabsår før overdragelsen har været en konstant enten positiv eller negativ udvikling i resultaterne. Beregningen bygger på gennemsnittet af udviklingen fra regnskabsår 1 til 2 og regnskabsår 2 til 3, slutteligt vil der skulle divideres med 2, eftersom gennemsnittet beregnes på to udviklingsperioder (TSS-cirkulære 2000-10, 2000).

Beregningsmodellens næste step relaterer sig til virksomhedens aktiver, hvor der skal fratrækkes en forrentning af aktiverne for virksomhedens seneste balance. Der skal dog ses bort fra de driftsfremmede aktiver, som kunne være tilkøbt goodwill eller værdipapir. Forrentningsprocenten svarer til kapitalafkastsatsen på overdragelsestidspunktet tillagt 3%. Kapitalafkastssatsen for 2024 er 4% så samlet vil det give en forrentning på 7% (TSS-cirkulære 2000-10, 2000).

Slutteligt skal det restbeløb, som man kommer frem til efter forrentningen af aktiverne ganges med en kapitaliseringsfaktor. Kapitaliseringsfaktoren fastsættes ud fra den forventede levetid for goodwill samt det årligt forventede afkast i en forrentningsprocent. Forrentningsprocenten beregnes som kapitalafkastssatsen tillagt 8%, så for 2024 vil forrentningsprocenten være 12% (TSS-cirkulære 2000-10, 2000).

5.3 Værdiansættelsesvejledningen 2009 fra Skattestyrelsen

Skattestyrelsen beskriver i den juridiske vejledning vedrørende værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, at der i flere tilfælde kan opstå tvivl om, hvorvidt den beregnede værdi efter gældende retningslinjer reelt svarer til markedsværdien. Dette gælder særligt i situationer, hvor værdiansættelsen sker i henhold til TSS-cirkulærerne 2000-9 og 2000-10, der fastsætter retningslinjer for beregning af virksomheders værdi i forbindelse med overdragelse og generationsskifte (Howitz & Egelund, 2000).

En væsentlig udfordring ved de gældende cirkulærer er, at beregningsmodellen primært fokuserer på at fastsætte værdien af goodwill og ikke tager højde for andre immaterielle aktiver. Immaterielle aktiver, såsom patenter, varemærker, kundekontrakter, knowhow og teknologi, kan imidlertid udgøre en væsentlig del af en virksomheds samlede værdi. Når disse aktiver ikke medregnes i den samlede værdiansættelse, kan det føre til en undervurdering af virksomheden, hvilket kan have betydning for både købere, sælgere og skattemyndighedernes vurdering af en overdragelsespris (Den juridiske vejledning C.D.11.6.4, 2025).

Desuden tager TSS-cirkulærernes metode alene udgangspunkt i historiske regnskabsresultater ved fastsættelsen af goodwill. Dette indebærer en antagelse om, at virksomheden fremadrettet vil have samme vækst og afkast som hidtil. En sådan forudsætning kan dog være misvisende, idet virksomheder påvirkes af eksterne faktorer såsom konjunkturer, brancheforhold, teknologiske fremskridt og ændringer i lovgivningen. F.eks. kan ændringer i markedet eller øget konkurrence betyde, at en virksomheds indtjeningsevne enten forbedres eller forringes over tid, hvilket ikke nødvendigvis afspejles i en historisk baseret værdiansættelse (Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis, 2019).

Derfor udgav skattestyrelsen d. 21. august 2009 en værdiansættelsesvejledning, der gav nye principper for værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele samt goodwill og andre immaterielle aktiver, som gælder både for interesseforbundne parter og uafhængige parter, der ikke har modsatrettede interesser. Disse principper skal ses som supplement eller erstatning for beregningerne i TSS-cirkulærerne, hvis særlige forhold gør sig gældende. Dette er især relevant, hvis det vurderes, at en alternativ model vil give en mere retvisende værdiansættelse, der bedre afspejler markedsforholdene (Den juridiske vejledning C.C.6.4.1.2, 2025).

I den juridiske værdiansættelsesvejledning skelnes der mellem tre forskellige værdiansættelsesmodeller:

1. En indkomstbaseret/kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel
2. En markedsbaseret værdiansættelsesmodel
3. En omkostningsbaseret værdiansættelsesmodel

De kapitalværdibaserede og markedsbaserede værdiansættelsesmodeller er de mest anvendte modeller (Den juridiske vejledning C.J.2, 2025). Der er mange variationer af de kapitalværdibaserede modeller, og ved udvælgelse af hvilke modeller man skal anvende, er det f.eks. selskabstype, tilgængelighed af informationer og formålet med værdiansættelsen man kan vurdere. Under kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodeller findes f.eks. den tilbagediskonterede cash flow model (DCF-modellen) og EVA modellen. Vi vælger at fokusere på DCF-modellen fremadrettet, da den anses for værende teoretisk korrekt og samtidig er den mest anvendte model til værdiansættelse (Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis, 2019). DCF-modellen er en metode, hvor virksomhedens værdi beregnes på baggrund af dens forventede fremtidige pengestrømme, som diskonteres til nutidsværdi. DCF-modellen har den fordel, at den tager højde for fremtidige forventninger frem for blot historiske data, hvilket gør den mere dynamisk og markedsorienteret (PWC, 2019). De andre kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller er en form for variationer af DCF-modellen, hvilket også gælder for EVA-modellen. EVA-modellen kan dog anvendes som en indbyrdes kontrolberegning med DCF-modellen (Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis, 2019). EVA-modellen fokuserer på virksomhedens evne til at skabe økonomisk værdi for ejerne ved at vurdere, hvorvidt virksomhedens afkast overstiger dens kapitalomkostninger. EVA-modellen er særligt anvendelig, når det ønskes at vurdere, hvorvidt en virksomhed reelt skaber værdi på lang sigt (Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis, 2019).

Ved en markedsbaseret værdiansættelsesmodel fastsættes værdien på baggrund af sammenlignelige virksomheder med reference til børskursen. En direkte prissammenligning med den absolutte pris, kan kun anvendes ved overdragelse af den samme virksomhed eller aktiv. En relativ prissammenligning tager udgangspunkt i regnskabsmæssige nøgletal ved sammenlignelige virksomheder (Den juridiske vejledning C.J.2, 2025). Dette beskrives som værdiansættelse ved multiple, som er en metode, hvor virksomhedens værdi fastsættes ved at sammenligne den med lignende virksomheder, der tidligere er blevet solgt eller handlet på markedet. Multipler kan f.eks. baseres på forholdstal som pris/indtjening (P/E), pris/omsætning eller pris/EBITDA, hvilket giver en markedsbaseret indikation af værdien. Vi gennemgår og

beregner ikke yderligere på multipler som en metode til værdiansættelse (Virksomhedsbørsen, u.d.).

De omkostningsbaseret værdiansættelsesmodeller er sjældent anvendelige til at finde handelsværdien af et selskab eller et unikt immaterielt aktiv, så derfor gennemgås disse modeller ikke (Den juridiske vejledning C.J.2, 2025).

Det er dog vigtigt at understrege, at TSS-cirkulærerne fortsat danner det primære grundlag for værdiansættelse i forbindelse med generationsskifte. Alternative værdiansættelsesmodeller bør derfor kun anvendes, hvis der er særlige forhold, der gør, at de standardiserede beregningsmodeller i TSS-cirkulærerne ikke giver et retvisende billede af virksomhedens faktiske markedsværdi. Ifølge skattestyrelsen bør anvendelsen af alternative metoder begrundes i konkrete forhold, der gør, at en historisk baseret beregning ikke giver en korrekt økonomisk vurdering af virksomheden (Den juridiske vejledning C.D.11.6.4, 2025).

Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning skulle give en mere ensartet værdiansættelse, men da der på nuværende tidspunkt ikke er en klar afgrænsning af hvornår man skal anvende værdiansættelsescirkulærerne fra 2000 frem for skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning, er der stadig en udfordring heri. Der kan stadig anvendes værdiansættelsescirkulærerne, men med risiko for at skattemyndighederne mener at det er mere korrekt at anvende en anden værdiansættelsesmetode (Den juridiske vejledning C.B.2.1.4.5.1, 2025).

Vi vil i det følgende afsnit gennemgå DCF-modellen, da vi har valgt at anvende denne som en værdiansættelsesmodel i vores analyse.

5.3.1 DCF-modellen

DCF-modellen også kaldet Discounted Cash Flow model er en finansiel metode, hvor værdien af en virksomhed, selskab, et projekt eller en investering kan vurderes til fremtidige pengestrømme. Modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel. Det vil sige, at værdien beregnes ud fra et frit cash flow opgjort af en tilbagediskonteret værdi.

Formålet med DCF-modellen er at bestemme, hvad en virksomhed eller et aktiv er værd i nutiden ved at diskontere de fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. Nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme beregnes på baggrund af en forventet diskonteringsrente. Hvis den såkaldte DCF er højere end de nuværende omkostninger ved investeringen, kan det resultere i positive afkast. Modellen kan hjælpe investorer med beslutningen om de skal købe

en virksomhed eller investere i værdipapirer. Desuden kan DCF-modellen hjælpe virksomhedsejere og ledere med at træffe beslutninger om kapitalbudgettering og driftsudgifter.

Når der skal antages at afkastkravet er konstant, vil man bruge nedenstående formel. DCF-modellen måler værdien på selskabets niveau:

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

FCF = Frit cash flow til selskabet (både ejere og långivere)

WACC = Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

Når man benytter sig af formlen, vil man som oftest dele processen op i to dele; Den ene er terminalperiode og den anden er budgetperioden. Når modellen omformes til en to-periodisk model, vil den se således ud:

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

g = Konstant vækst i FCF i terminalperioden

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

(DCF-modellen, 2019)

WACC er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Den udtrykker et skøn over det afkastkrav som ejerne og långiverne forventer i kompensation for den risiko de har ved det forventede fremtidige cash flow over tid. Det betyder at WACC er et udtryk for den alternativomkostning, hvis ejere eller långiverne havde investeret i alternativer med samme risiko. Når man beregner WACC skal der tages udgangspunkt i den enkelte virksomhed og dennes aktivitetsområde, så der er sammenhæng mellem cash flow og den underliggende risiko. (Den juridiske vejledning C.J.3.1.2, 2025). I beregning af WACC indgår der egenkapitalafkastkravet, egenkapitalandel, fremmedkapitalafkastkravet samt fremmedkapitalandel og beregnes ud fra formlen:

$$WACC = k_E \cdot \frac{E}{E + D} + k_D \cdot \frac{D}{E + D}$$

$k_E =$ Egenkapitalomkostning

$k_D =$ Fremmedkapitalomkostning

$E =$ Egenkapitalandel

$D =$ Fremmedkapitalandel

(Den juridiske vejledning C.J.6.2, 2025).

I beregning af egenkapitalomkostningerne indgår den systematiske risiko beta, den risikofrie rente og det forventede afkast ved investering i virksomheden (markedsrisikopræmie), og der anvendes Capital Asset Pricing modellen (CAPM) til beregningen (Den juridiske vejledning C.J.3.1.2.2, 2025).

$$k_E = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

$R_f =$ Den risikofrie rente

$E(R_m) =$ Markedsrisikopræmie

$\beta =$ Betaværdi

(Den juridiske vejledning C.J.6.2, 2025).

Betakoefficienten, den systematiske risiko kan ved unoterede selskaber estimeres på baggrund af sammenlignelige børsnoterede selskabers betaværdier, hvor man i udgangspunkt bruger medianen af disse værdier. Men hvis populationen er lille, kan gennemsnittet af disse bruges i stedet. De oplyste betaværdier på børsnoterede selskaber er ofte gearret betaværdier, så derfor skal man efterfølgende beregne de ugearede betaværdier, for at man kan sammenligne selskabernes betaværdier og herudfra finde gennemsnittet af disse. Man kan omregne betaværdierne for de forskellige sammenligningsselskaber samlet, hvis de alle er indenfor samme sektor. Endeligt skal den ugearede betaværdi ganges op med den valgte kapitalstruktur for at finde den endelige betaværdi (Den juridiske vejledning C.J.3.1.2.2, 2025),

Den risikofrie rente fastsættes ud fra en effektiv rente på et risikofrit papir med lang varighed, og vi anvender den risikofrie effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation.

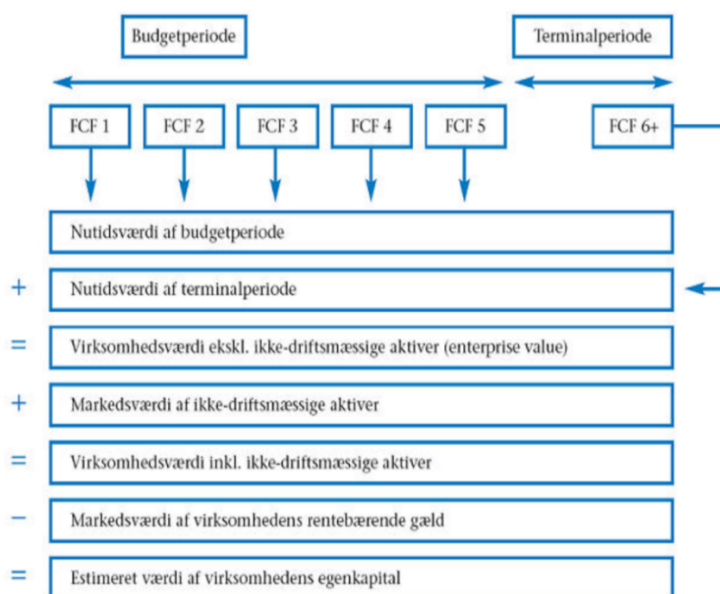
Markedsrisikopræmien er et udtryk for det forventede merafkast i forhold til en alternativ risikofri investering. Vi har taget udgangspunkt i skattestyrelsens anbefaling til

I opgørelsen af egenkapitalomkostningerne kan der medregnes et tillæg, hvis der er særlige forhold, som giver ekstraordinær risiko i forhold til de generelle markedsrisici. De ekstraordinære forhold skal omfatte selskabet som helhed og gøre det mere risikofyldt at investere i selskabet, end i de selskaber som har dannet grundlag for betaværdien. Det skal derudover være forhold, der ikke allerede er med i elementerne i WACC og dermed allerede taget højde for (Den juridiske vejledning C.J.3.1.2.2, 2025).

$$k_D = (R_f + R_R) \cdot (1 - T_c)$$
$$R_f = \text{Den risikofrie rente}$$
$$R_B = \text{Risikopræmie på fremmedkapital}$$
$$T_c = \text{Skattesatsen}$$

(Den juridiske vejledning C.J.6.2, 2025)

Modellen nedenfor viser fremgangsmåden i DCF-modellen:



(DCF-modellen, 2019).

5.3.2 Styrker og svagheder ved DCF-modellen

DCF-modellen er en af de mest præcise metoder, når det angår en værdiansættelse af en virksomhed. For at benytte sig af modellen kræver det detaljerede finansielle data og realistiske antagelser om fremtidige markedsforhold og fremtidig vækst (Stadsrevisionen, 2023).

DCF-modellen beregnes til virksomhedens værdi ud fra dens fremtidige pengestrømme, hvilket er med til at give en bedre forståelse af deres økonomiske grundlag. Værdiansættelsen kan baseres ud fra fremtidig indtjening for de kommende år i stedet for at tage udgangspunkt i fortidens indtjening, hvilket gør dem mere brugbar.

Derudover er modellen velegnet til stabile virksomheder, hvor der også er forudsigelige og stabile pengestrømme. Når man bruger DCF-modellen, er man uafhængig af sammenlignelige virksomheder og markedsmultipler. Dette er en styrke, da det til tider kan være begrænset, hvad man kan finde af sammenlignelige data. Når man vælger at bruge modellen, kan der samtidig laves en følsomhedsanalyse, der gør det muligt at vurdere fremtidige udviklinger ved forskellige scenarier. Den tager højde for alle fremtidige cash flows, selv hvis de er negative eller positive. Såfremt det fremtidige cash flow er givet, vil modellen være nem at anvende, det vil sige, at modellen indeholder fleksibilitet (Startup Investor, u.d.).

Da DCF-modellen tager udgangspunkt i fremtidige pengestrømme og diskonterings renter, er resultaterne afhængige af estimerne. Dermed kræver det også en del antagelser for at bruge modellen, hvorfor modellen kan virke kompliceret. En anden ulempe er at modellen er meget følsom overfor ændringer i antagelser, og derfor skal man passe på med at lave for mange antagelser. Terminalværdiens beregningen kan være en del problematisk, da den er svær at estimere (CFI team, u.d.).

6. Lovændring af værdiansættelse ved generationsskifte

Som en del af finanslovsforslaget år 2020 blev der nedsat en ekspertgruppe til at undersøge værdiansættelse ved generationsskifte af virksomheder. Ekspertgruppens opgave var at komme med forslag til modeller der kan gøre værdiansættelsen i forbindelse med generationsskifte mere forudberegnelig og gennemskuelig. Derudover skulle de danne grundlaget for et nyt robust objektivt værdiansættelsessystem baseret på en skematisk værdifastsættelse, der sikrer at man på forhånd kan beregne grundlaget for beskatning ved generationsskifte, ud fra objektive kriterier. Dette værdiansættelsessystem skal sikre et retvisende udtryk for virksomhedens værdi (Skatteministeriet, 2021).

Rapporten fra ekspertgruppen blev fremlagt d. 17. november 2021, og den indeholder bemærkninger til deres kommissorium samt gruppens anbefalinger. Ekspertgruppen bemærker, at der er et modsætningsforhold i, at der på den ene side er et ønske om at værdiansættelsen skal være skematisk med forudberegnelighed ud fra objektive kriterier, samtidig med at værdiansættelsen skal være til handelsværdi. Dette vil ikke være muligt i alle tilfælde. Ekspertgruppen har derfor lagt størst vægt på at værdiansættelse ved generationsskifte, skal være til handelsværdi, da dette følger den generelle praksis indenfor dansk skattelovgivning. En anden bemærkning går på at handelsværdien afhænger af mange virksomhedsspecifikke forhold og da virksomhederne er forskellige, er det dermed forskellige forhold der påvirker handelsværdien. Dette kan ikke rummes i en skematisk model. Samtidig vil en værdiansættelse efter en skematisk model hurtigt blive forældet, da forholdene hele tiden ændrer sig (Skatteministeriet, 2021).

I de nuværende cirkulærer er der en indikation på at disse i gennemsnit undervurderer handelsværdien, hvilket bl.a. skyldes at det kun i begrænset omfang er muligt at tage hensyn til virksomhedsspecifikke forhold. Derudover tager cirkulærerne udgangspunkt i historiske regnskabstal, hvilket i nogle tilfælde afviger fra den fremtidige indtjening, som derved ikke medtages i værdiansættelsen.

Ekspertgruppen kommer med to muligheder for justering af goodwillcirkulære:

- Der skal være en vejledning til fastsættelse af levetiden på goodwill, hvor virksomhederne via en tabel kan aflæse den forventede levetid ud fra vækst i omsætning og afkast på investeret kapital.

- Henfaldsraten på goodwill skal fjernes, så der i stedet antages at afkastet på goodwill er ens i hele den forventede levetid. På denne måde vil afkastet af goodwill øges, i stedet for nu, hvor den reduceres lineært over goodwills levetid.

Disse justeringer vil ifølge ekspertgruppen medføre en forhøjelse af de estimerede værdier samlet set, og få værdiansættelsen nærmere de faktiske handelspriser. Der vil dog stadig være en betydelig afvigelse og for nogle virksomheder kan det betyde, at den estimerede værdiansættelse kommer længere væk fra den faktiske handelsværdi, alt efter de enkelte virksomheders forhold (Skatteministeriet, 2021).

Ekspertgruppen har med deres bemærkninger til kommissorium taget udgangspunkt i at komme med anbefalinger om, hvordan man kan opnå en højere forudberegnelighed, men ikke en fuldstændig forudberegnelighed ved værdiansættelse af virksomheder ved generationsskifte. En måde at sikre forudberegnelighed for skatteyderne er ifølge ekspertgruppen at indføre et retskrav på at anvende en skematisk værdiansættelsesmodel. Hermed er det historiske kendte regnskabstal, der anvendes til værdiansættelsen og dermed til beregning af afgiftsgrundlaget. Der vil ikke indgå en skønsmæssig vurdering af den fremtidige indtjening og afkastkrav, hvor der kan opstå uenighed mellem skatteyderne og skattemyndighederne. På denne måde kan man ved et generationsskifte beregne afgiftsgrundlaget i god tid og virksomhederne skal ikke være usikre på om beregningen accepteres af skattemyndighederne, uden at ansøge om et bindende svar. Ekspertgruppen vurderer dog at en skematisk værdiansættelsesmodel i nogle tilfælde kan ramme meget forbi handelsværdien og give bedre resultater for bl.a. de større virksomheder. Derfor anbefaler de at anvende en let og enkel metode til de mindre selskaber, og en mere grundig metode til de større selskaber, i stedet for at der kommer et retskrav (Skatteministeriet, 2021).

Det er derudover ekspertgruppens vurdering at der skal mere vejledning til samt klarere kriterier, for hvornår der kan anvendes en skematisk værdiansættelsesmodel og hvornår der kan anvendes andre værdiansættelsesmodeller, så denne usikkerhed mindskes. Der er udarbejdet en vejledningsmodel af ekspertgruppen for, hvornår en virksomhed kan anvende en skematisk værdiansættelsesmodel jf. nedenstående skema.

Tabel 6.1 Oversigt over styrket vejledning	
Virksomhedstype	Værdiansættelse
Små og mellemstore virksomheder uden goodwill med lang levetid To af følgende tre kriterier er opfyldt i to på hinanden følgende år: - Under 250 ansatte - Omsætning under 313 mio. kr. - Balancesum under 156 mio. kr. Desuden er: - Forventet levetid på goodwill under 15 år i levetidstabellen	- Der vil som udgangspunkt kunne anvendes de skematiske regler. - Skattemyndighederne vil dog altid kunne bede om evt. supplerende oplysninger, hvis de vurderer, at der er behov for at efterprøve værdien ved brug af andre værdiansættelsesmetoder.
Store virksomheder eller goodwill med lang levetid	- Den skematiske værdiansættelse må forventes at skulle efterprøves vha. en anden metode, fx multipelanalyse eller DCF.

(Kilde: Rapport fra ekspertgruppen om værdiansættelse ved generationsskifte, Skatteministeriet 2021).

Kriterierne for valg af model inddeles efter virksomhedernes størrelse og efter om der er goodwill med lang eller kort levetid, hvilket afspejler ovenstående hvor ekspertgruppen anbefaler grundigere metoder til de større selskaber (Skatteministeriet, 2021).

6.1 Lov nr. 369 af 09/04/2025 om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love

Ekspertgruppens arbejde samt folketingets ”Aftale om et stærkere erhvervsliv” er endt ud i loven *Lov nr. 369 af 09/04/2025 om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love*, som første gang blev fremsat d. 22. januar 2025 og vedtaget 8. april 2025. Lovens fire hovedelementer er:

1. Nedsættelse af bo- og gaveafgiften fra 15% til 10% ved generationsskifte af erhvervsvirksomheder.
2. Indførelse af et retskrav på en skematisk værdiansættelse ved overdragelse af erhvervsvirksomheder til et nært familiemedlem.
3. Mulighed for overdragelse af en aktiv ejendomsudlejningsvirksomhed ved succession, og dermed lempelse af pengetanksreglen.
4. Søkende skal sidestilles med nær familie i forbindelse med gavebeskatning.

Nedsættelse af bo- og gaveafgiften samt retskravet på anvendelse af den skematiske værdiansættelse, vil være med virkning tilbage fra 1. oktober 2024. Vedtagelsen om bedre successions muligheder for udlejningsvirksomheder træder i kraft fra d. 1. januar 2025, mens en sidestilling af søskende, som et nært familiemedlem ved gaveafgiftsreglerne først at træder i kraft i 2027 (Stoklund, 2025).

Ud af de fire hovedelementer i den nye Lov nr. 369 af 09/04/2025 kommer vi kun til at fokusere på punkt nr. 2, retskrav på en skematisk værdiansættelse ved overdragelse af erhvervsvirksomheder til et nært familiemedlem. Det drejer sig om BAL §12a, der ophæves og erstattes af en ny. Formålet med den skematiske værdiansættelse er at virksomhederne kan foretage en værdiansættelse ud fra objektive oplysninger fra deres årsregnskaber, så de kan få sikkerhed for, hvad afgiften bliver ved et generationsskifte (Stoklund, 2025). Efter Lov nr. 369 af 09/04/2025 vil de familieejede virksomheder have et retskrav på at anvende en skematisk værdiansættelse, hvis de opfylder betingelserne for nedsat afgift. Retskravet betyder at man får valgfrihed mellem en værdi opgjort efter den skematiske værdiansættelsesmodel eller en værdi opgjort til handelsværdien. Hvis virksomhederne vælger at anvende den skematiske værdiansættelsesmodel, skal skattemyndighederne lave en kontrol af beregningen og lave tilpasninger, hvis værdien ikke er opgjort korrekt. skattemyndighederne kan ikke som ved de nuværende cirkulærer afvise værdiansættelsen ud fra den skematiske metode, heller ikke selvom der er en kendt handelsværdi fra andre konkrete handler mellem uafhængige parter.

Dette retskrav vil dog ikke gælde hvis aktiviteterne i virksomheden er nystartet og investeringerne har bidraget til indtægter i mindre end tre år. Den skematiske værdiansættelsesmetode baseres på historiske tal, så selvom der i en vis grad tages højde for virksomhedens udvikling i modellen ved vægtning af regnskabsresultater, er det ikke meningsfyldt at anvende den skematiske værdiansættelsesmetode på nystartede virksomheder. Ligeledes vil det ikke være meningsfyldt at anvende den skematiske værdiansættelsesmetode, hvis aktiviteten i virksomheden hovedsageligt er udvikling og ejerskab af immaterielle aktiver der endnu ikke har medført afkast. De historiske regnskabsresultater vil ikke kunne anvendes til vurdering af virksomhedens værdi (Stoklund, 2025).

Overordnet svarer den skematiske værdiansættelsesmetode til metoderne i aktie- og goodwillcirkulæerne med nogle ændringer. Værdien af en virksomhed, anses som dens bogførte værdi af egenkapitalen med visse reguleringer, hvor der tillægges en kapitaliseret værdi af virksomhedens merindtjening, altså virksomhedens goodwill. Reguleringer følger de nuværende aktie- og goodwillcirkulærer med mindre justeringer af regnskabsposterne:

1. **Ejendomme:** Værdien af ejendomme skal fastsættes enten til handelsværdien, ejendomsværdien ansat efter reglerne i ejendomsvurderingslovens §11 eller til dagsværdi.
2. **Unoterede aktier i associerede eller tilknyttede selskaber:** Værdiansættes til en værdi, der er opgjort efter den skematiske værdiansættelsesmetode.
3. **Immaterielle aktiver:** Den bogførte værdi fratrækkes.
4. **Egne aktier:** Værdien af disse fratrækkes.
5. **Udskudt skat:** Den beregnede værdi medtages for virksomheder i selskabsform.

Ud over de ovenstående regnskabsposter kan der yderligere reguleres for forhold der gør at den bogførte egenkapital ikke afspejler den reelle egenkapital på overdragelsestidspunktet, inden den skematiske værdiansættelsesmodel anvendes. Det kan dreje sig om udloddet udbytte eller kapitaltilførsel der er sket efter sidste regnskabsafslutning. Det skal dog dreje sig om forhold der objektivt gør egenkapitalen misvisende, før der kan reguleres herfor (Stoklund, 2025).

Ved opgørelse af goodwill tages der udgangspunkt i de seneste 5 regnskabsår forud for overdragelsen, hvor der opgøres virksomhedens gennemsnitlige regulerede resultater. Disse regnskabsmæssige resultater, skal som i goodwillcirkulæret, reguleres for følgende poster der ikke direkte relaterer sig til driften af virksomheden:

- Finansielle indtægter og udgifter henholdsvis trækkes fra og lægges til.
- Ekstraordinære poster i henhold til årsregnskabsloven skal fjernes.
- Afskrivninger på immaterielle aktiver skal tillægges.
- Ved personlige virksomheder skal ikke udgiftsført løn eller vederlag til en eventuel medarbejdende ægtefælle fratrækkes.

Ligesom med reguleringerne af egenkapitalen, kan der også her være yderligere reguleringer der skal foretages for at resultaterne er retvisende og sammenlignelige, f.eks. hvis der i perioden på de fem år er sket væsentlige ændringer i virksomhedens forhold. Efter reguleringerne skal der beregnes et vægtet gennemsnit, hvor de fem års regulerede resultater ganges med en faktor og til sidst divideres med 15. Gennemsnitsindtjeningen skal ikke korrigeres for en eventuel udviklingstendens, som man tidligere har skullet i cirkulærerne. Dette var der lagt op til i første udkast af lovforslaget, men er fjernet ved denne endelige vedtagelse af lovændringen.

Før virksomhedens goodwill endelig er opgjort, skal der fratrækkes en forrentning af virksomhedens aktiver ud fra den seneste balance. I disse aktiver skal fratrækkes aktiver, der ikke er driftsfremmende, kapitalandele samt erhvervet immaterielle aktiver. Forrentningssatsen vil svare til kapitalafkastsatsen på overdragelsestidspunktet, hvor der tillægges 3%.

Den opgjorte goodwill skal endeligt ganges med en kapitaliseringsfaktor, hvorefter man vil have virksomhedens goodwill. Kapitaliseringsfaktoren fastsættes ud fra den forventede levetid af goodwill samt det årligt forventede afkast i en forrentningsprocent.

Levetiden på goodwill fastsættes skematisk ud fra virksomhedens vækst i omsætning i perioden på de 5 år, kombineret med afkastet på virksomhedens driftsrelaterede aktiver. Levetiden kan her ikke overstige 15 år (Stoklund, 2025).

Tabel 1. Fastsættelse af levetiden for merindtjeningen										
Afkast på investeret kapital	Omsætningsvækst									
	Pct.	0	0-4	4-8	8-12	12-16	16-20	20-24	24-28	28+
	0	-	1	2	3	4	5	6	7	8
	0-2	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	2-4	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	4-6	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	6-8	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	8-10	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	10-12	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	12-14	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	14-16	8	9	10	11	12	13	14	15	15
	16-18	9	10	11	12	13	14	15	15	15
	18-20	10	11	12	13	14	15	15	15	15
	20-22	11	12	13	14	15	15	15	15	15
	22-24	12	13	14	15	15	15	15	15	15
	24-26	13	14	15	15	15	15	15	15	15
	26-28	14	15	15	15	15	15	15	15	15
	28+	15	15	15	15	15	15	15	15	15

(Kilde: Lov nr. 369 af 09/04/2025).

Til at beregne virksomhedens omsætningsvækst anvendes formlen jf. BAL §12 a stk. 8 3. pkt.:

$$\text{Annualiseret omsætningsvækst} = \left(\frac{\text{Omsætning år 5}}{\text{Omsætning år 1}} \right)^{\frac{1}{4}} - 1$$

Og til at beregne afkastet af den investerede kapital anvendes formlen jf. BAL §12 a stk. 4:

$$\text{Afkast af investeret kapital} = \frac{\text{Overskud efter skat}}{\text{Investeret kapital}}$$

Beregning af kapitaliseringsfaktoren er identisk med beregningen i det gældende goodwillcirkulære, hvor merindtjeningen falder lineært over levetiden. Kapitaliseringsfaktoren beregnes som nutidsværdien af den beregnede merindtjening jf. BAL §12 a stk. 4-7:

$$KF = \sum_{t=1}^{lt} \frac{\left(1 - \frac{t-1}{lt}\right) + \left(\frac{lt-t}{lt}\right)}{2} \cdot (1 + \text{diskonteringsrente})^{-t}$$

Kapitaliseringsfaktoren kan aflæses i nedenstående tabel ud fra levetid af goodwill og det årligt forventede afkast i en forrentningsprocent (Lov nr 369 af 09/04/2025, 2025).

Kapitaliseringsfaktoren kan aflæses i tabellen nedenfor ved kapitalafkastsatser fra 0-5 og dermed diskonteringsrente op til 13 pct.

Tabel 2. Kapitaliseringsfaktor						
Kapitalafkastsats	0 pct.	1 pct.	2 pct.	3 pct.	4 pct.	5 pct.
Diskonteringsrente	8 pct.	9 pct.	10 pct.	11 pct.	12 pct.	13 pct.
Levetid						
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	1,30	1,28	1,26	1,25
4	1,74	1,71	1,68	1,65	1,63	1,60
5	2,12	2,08	2,04	2,00	1,96	1,93
6	2,48	2,43	2,38	2,33	2,28	2,23
7	2,83	2,76	2,70	2,63	2,57	2,52
8	3,16	3,08	3,00	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	3,80	3,68	3,57	3,46
12	4,34	4,18	4,04	3,90	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

(Stoklund, 2025). (Kilde: Lov nr. 369 af 09/04/2025).

Efter gennemgangen af den nye lov ses det at den nye skematiske værdiansættelsesmodel læner sig op ad de nuværende gældende aktie- og goodwillcirkulærer. Nedenstående tabel viser de væsentlige ligheder og forskelle: (Skatteministeriet, 2025).

Elementer	Aktie- og goodwillcirkulærerne	Ny model
Virksomhedens vægtede merindtjening	Seneste 3 årsregnskaber	Seneste 5 årsregnskaber
Merindtjeningens levetid	Fastsættes skønsmæssigt (normalt 7 år)	Fastsættes skematisk (maks. 15 år)
Kapitalisering af merindtjeningen	Skematisk kapitaliseringsfaktor, hvor merindtjeningen henfalder over levetiden	Uændret
Egenkapitalen	Bogført regnskabsmæssig egenkapital med visse reguleringer	Uændret
Retskrav på anvendelse af den skematiske værdi	Ikke retskrav. Skattestyrelsen kan fravige værdiansættelsen, hvis den ikke svarer til handelsværdien	Der gælder et retskrav

(Skatteministeriet, 2025)

7. Analyse af værdiansættelsesmodeller

I vores analyse af, hvordan værdiansættelsen bliver ud fra forskellige værdiansættelsesmetoder, har vi taget udgangspunkt i et regnskab fra en reel produktionsvirksomhed, hvor vi har afrundet regnskabstallene til hele tusinder. Da vi ikke har adgang til oplysninger om virksomhedens omsætning, har vi selv forudsat den omsætning, der er anvendt i analysens beregninger. Virksomheden som vi tager udgangspunkt i, vil efterfølgende blive betegnet som "casevirksomheden". Vi vil værdiansætte casevirksomheden ud fra TSS-cirkulærerne, DCF-modellen og efter den nye skematiske værdiansættelsesmodel efter Lov nr. 369 af 09/04/2025. Endeligt vil vi i analysen vise, hvad der sker hvis værdiansættelsesmodellerne anvendes på virksomheder med en anden udviklingstendens i regnskabstallene.

7.1 Casevirksomhed

Casevirksomheden er en solid produktionsvirksomhed med en stabil vækst uden større udsving i deres resultater. Regnskabets resultatopgørelse og balance fremgår af Bilag 1.

Vi har først værdiansat casevirksomheden ud fra TSS-cirkulærerne, hvor vi beregner en goodwill på 25.8 mio. kr. og en samlet værdi på 37.8 mio. kr. Cirkulæremodellen baserer goodwill på historiske driftsresultater fra de sidste 3 år og beregnes ud fra vægtet gennemsnit af de sidste tre års resultater. Vi har i beregningen ikke korrigeret for en udviklingstendens, da resultaterne ikke viser en konstant positiv eller negativ udvikling.

Til beregning af forrentning af aktiverne er der anvendt en forrentningsprocent svarende til kapitalafkast på 4% tillagt 3%, dermed i alt 7%, der ganges med casevirksomhedens samlede aktiver for sidste regnskabsår. Vi har vurderet at alle aktiverne i selskabet er driftsfremmende, hvorfor der kun er fratrasket likvider fra aktiverne.

Den resterende indtjening efter forrentning af aktiverne er kapitaliseret med en faktor, der afhænger af goodwillens forventede levetid på 7 år samt en forrentningsprocent, der i 2024 er fastsat til 12% (kapitalafkastssatsen tillagt 8%). Vi har i værdiansættelsen anvendt 7 år som levetiden på goodwill i cirkulæreberegningen, da det er den praktiske tommelfingerregel. Der vil i særlige tilfælde kunne argumenteres for både en højere eller en lavere levetid på goodwill, men dette kræver både en dokumentation og saglig vurdering, som vi ikke har valgt at gå ind i. På baggrund af de 7 års levetid bliver kapitaliseringsfaktoren 2,57. Beregningen af goodwill og værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne fremgår af Bilag 2.

Værdiansættelse af casevirksomheden ud fra TSS-cirkulærerne:

Casevirksomhed A/S	DKK
Egenkapital	28.714.000
Foreslået udbytte for året	-11.000.000
Goodwill efter SKTST's vejledende regler, 7 års levetid	25.789.000
Udskudt skat heraf, 22 %	-5.674.000
I alt	37.829.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

Derefter har vi værdiansat casevirksomheden ud fra DCF-modellen, hvor vi har taget udgangspunkt i et budget, som vi selv har forudsat og afrundet til hele tusinder. Budget og værdiansættelsesberegningen ud fra DCF-modellen fremgår af Bilag 3.

Vi beregner en værdiansættelse på 320 mio. kr. på casevirksomheden ud fra DCF-modellen. Da vi ikke har adgang til præcise omsætningstal, har vi antaget en årlig omsætningstilvækst på 1% i budgettet. Denne forudsætning er baseret på en vurdering af, at der vil være en stabil lav vækst. Driftsresultatet i budgetperioden har vi fastsat til 12% af omsætningen, idet dette i gennemsnit er gældende i den realiserede periode. Afskrivningerne i budgettet er fastsat ud fra den forudsætning at der afskrives lineært uden nye investeringer i budgetperioden. Arbejdskapitalen (WCR) er i budgettet beregnet ud fra, at det tidligere i gennemsnit udgør 17% af omsætningen, og dermed er denne fordeling videreført i budgettet.

Til beregning af virksomhedens værdi ud fra DCF-modellen skal vi bruge en WACC som vi har beregnet til 4,65%. Dette fremgår i Bilag 4. Til denne beregning har vi opgjort kapitalstrukturen som består af en egenkapitalandel på 89,03% og en fremmedkapitalandel på 10,97%. Fremmedkapitalen består af lån til kreditinstitutter og egenkapitalen er aflæst i balancen jf. Bilag 1. Egenkapitalomkostningerne har vi beregnet ud fra en risikofri rente på 2,3%, som er hentet på Danmarks Statistik, der udgør rentesatsen for en 10 års dansk statsobligationsrente (Statistikbanken, 2025). Den risikofrie rente lægges sammen med produktet af markedsrisikopræmien på 6%, fratrukket den risikofrie rente der er ganget med den gearede betaværdi. Markedsrisikopræmien har vi fastsat til 6% ud fra anbefalingen fra skattestyrelsens analyse af markedsrisikopræmier (Den juridiske vejledning C.J.3.1.2.2, 2025). Betaværdien, den systematiske risiko, er estimeret ud fra et gennemsnit af fire børsnoterede virksomheders betaværdi fundet på Stockanalysis den 17. april 2025 (Stockanalysis.com, 2025). Beregningen af dette gennemsnit fremgår af Bilag 4. De børsnoterede virksomheder til beregning af betaværdien, er udvalgt grundet de er produktionsvirksomheder, som er sammenlignelige med

casevirksomheden. Fremmedkapitalomkostningerne er beregnet ud fra den risikofrie rente sammenlagt med risikopræmie på fremmedkapital, der er ganget med 1-skattesatsen, hvilket giver 0,78. Risikopræmien på fremmedkapitalen er fastsat til 4% ud fra forventning om at markedsmæssig vurdering og en forventning om, hvordan kreditinstitutter fastsætter deres rente. Værdiansættelse af casevirksomhed ud fra DCF-modellen:

NV af explicit forecast periode	kr. 30.397.000
NV af terminalværdi	284.668.000
Samlet EV	kr. 315.065.000
+cash	8.527.000
-gæld	3.538.000
=EK	320.054.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

Den sidste værdiansættelse af casevirksomheden har vi beregnet ud fra den nye skematiske værdiansættelsesmodel fra Lov nr. 369 af 09/04/2025. Her har vi beregnet en goodwill på 41 mio. kr. og en samlet værdi på 49,7 mio. kr. Den nye skematiske værdiansættelsesmodel baserer goodwill på historiske driftsresultater fra de sidste 5 år og beregnes derfor ud fra et vægtet gennemsnit af de sidste 5 års resultater, i stedet for de sidste 3 år.

Når vi beregner forrentning af aktiverne, anvendes der ligesom ved TSS-cirkulærerne en forrentningsprocent svarende til kapitalafkast på 4% tillagt 3%, dermed i alt 7%, der ganges med casevirksomhedens samlede aktiver fratrullet likvider for sidste regnskabsår. Vi har som tidligere vurderet at alle aktiverne i selskabet er driftsfremmende, hvorfor der ikke er fratrullet andet end likvider.

Den resterende indtjening efter forrentning af aktiverne skal ligesom i TSS-cirkulærerne, kapitaliseres med en kapitaliseringsfaktor. Dertil skal levetiden på goodwill anvendes, som fastsættes skematisk ud fra omsætningstilvæksten i perioden og et gennemsnitsafkast af den investerede kapital. Levetiden aflæses til 15 år ud fra en omsætningsvækst på 5,17% og et gennemsnitsafkast på 25,41%. Ud fra levetiden på 15 år og kapitalafkastsats på 4%, kan kapitaliseringsfaktoren aflæses til 4,32. Vi aflæser begge værdier i skemaerne, som også fremgår af vores beskrivelse af den nye lov ovenfor i afsnit 6.1. Beregningen af værdiansættelsen ud fra den nye skematiske værdiansættelsesmodel fremgår af Bilag 5.

Værdiansættelsen af casevirksomheden ud fra den nye skematiske værdiansættelsesmodel:

Casevirksomhed A/S	DKK
Egenkapital	28.714.000
Foreslået udbytte for året	-11.000.000
Merindtjening, 15 års levetid	41.066.000
Udskudt skat heraf, 22 %	-9.035.000
I alt	49.745.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

7.1.1 Følsomhedsanalyse på casevirksomhed

Vi har udarbejdet nogle følsomhedsanalyser for at teste, hvor følsom vores værdiansættelser er overfor ændringer af parametre i de anvendte værdiansættelsesmodeller, herunder DCF-modellen og den nye skematiske værdiansættelsesmodel.

Ved DCF-modellen har vi testet, hvor følsom værdiansættelsen er ved regulering af WACC samt omsætningsvæksten. Her ses det at ved at regulere WACC ned med 1% vil værdiansættelsen stige med 37,3%, hvis vi beholder samme omsætningsvækst. I et spænd med en WACC på 2,65% til 6,65% vil værdiansættelsen falde fra 703 mio. kr. til 208 mio. kr., hvilket er et stort spænd for en værdiansættelse af en virksomhed.

Derudover har vi set på hvad der sker med værdiansættelsen, hvis omsætningsvæksten reguleres. Her ses det, at en regulering fra 1% til 2% vil give en stigning i værdiansættelsen på 35,8%, med fastholdelse af samme WACC. Hvis omsætningsvæksten spænder fra -1% til 3% betyder det en værdiansættelse fra 212 mio. kr. til 688 mio. kr. ud fra vores anvendte WACC.

Ved vores følsomhedsanalyse kommer vi frem til at virksomheden kan værdiansættes til mellem 158 mio. kr. og 1.754 mio.kr. alt efter valg og kombination af WACC og omsætningsvækst.

Følsomhedsanalyse					
Omsætningsvækst	WACC				
	2,65%	3,65%	4,65%	5,65%	6,65%
-2%	327.036.000	257.457.000	212.496.000	181.056.000	157.835.000
-1%	444.186.000	323.520.000	254.719.000	210.260.000	179.170.000
+/- 0%	703.010.000	439.375.000	320.054.000	252.018.000	208.055.000
1%	1.753.710.000	695.385.000	434.659.000	316.655.000	249.371.000
2%	-3.265.667.000	1.734.533.000	687.860.000	430.004.000	313.299.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

Ved den nye skematiske værdiansættelsesmodel har vi testet, hvad der sker hvis der reguleres på omsætningsvæksten og afkastet på den investerede kapital, da disse to faktorer er bestemmende for levetiden på goodwill og dermed for den anvendte kapitaliseringsfaktor. Ved

at vi regulerer omsætningsvæksten ned med 1%, sker der ikke noget på værdiansættelsen. Dette er ligeledes gældende, hvis der reguleres ned med 1% på afkast på investeret kapital. Værdiansættelsen ændrer sig først, når omsætningsvæksten eller afkast på investeret kapital nedsættes med 2%. Dette giver et fald i værdiansættelsen på 2,5%. Vores følsomhedsanalyse med de medtagne reguleringer kan medføre at virksomheden værdiansættes fra 47,2 mio. kr. til 49,7 mio.kr. Der er dermed ikke store udsving i værdiansættelsen, selvom faktorerne reguleres med op til 4 procentpoint. Dette skyldes skematikken i fastsættelse af levetiden, hvor omsætningsvæksten og afkast på investeret kapital er inddelt i procentvise grupperinger på hver 2 procentpoint.

Følsomhedsanalyse					
Afkast på investeret kapital	Omsætningsvækst				
	3,17%	4,17%	5,17%	6,17%	7,17%
23,41%	47.150.000	48.485.000	48.485.000	48.485.000	48.485.000
24,41%	48.485.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000
25,41%	48.485.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000
26,41%	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000
27,41%	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000	49.745.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

7.1.2 Delkonklusion på analyse af casevirksomhed

Casevirksomheden har en stabil vækst uden store udsving i resultaterne, hvilket afspejles i værdiansættelserne på tværs af modellerne, der viser nogle værdiansættelser som det teoretisk er forventet. Forventningen er at TSS-cirkulærerne har en tendens til at undervurdere værdiansættelsen, mens den nye skematiske værdiansættelsesmodel vil forhøje værdiansættelsen (Skatteministeriet, 2021). Det fremgår tydeligt, at modellernes metode og tidshorisont spiller en afgørende rolle for den endelige værdi.

TSS-Cirkulæremodellerne vurderer virksomheden til 37,8 mio. kr., som er den laveste af de tre værdiansættelsesmodeller. Dette har sammenhæng med, at modellen lægger vægt på de seneste tre års driftsresultater uden at tage højde for fremtidig vækst. Da casevirksomhedens resultater er stabile, dog uden en konstant opadgående tendens, gives der ingen tillæg for udviklingstendens, hvorfor dette betyder at goodwill fastsættes lavere, og dermed bliver virksomhedens samlede værdi lavere.

I modsætning giver DCF-modellen en markant højere værdi på 320 mio. kr. Denne stigning skyldes at modellen baseres på fremtidige pengestrømme, hvilket betyder, at selv en lav vækstantagelse giver en markant højere nutidsværdi. Særligt hvis WACC er lav og der anvendes

en lang terminalperiode, kan nutidsværdien af selv beskudne fremtidige overskud blive høj. Ud fra følsomhedsanalysen kan vi dog se at vores fastsættelse af WACC og omsætningsvæksten kan have stor betydning for værdiansættelsen. Ud fra følsomhedsanalysen, vil værdiansættelsen stadig ligge langt over de to andre værdiansættelsesmodeller.

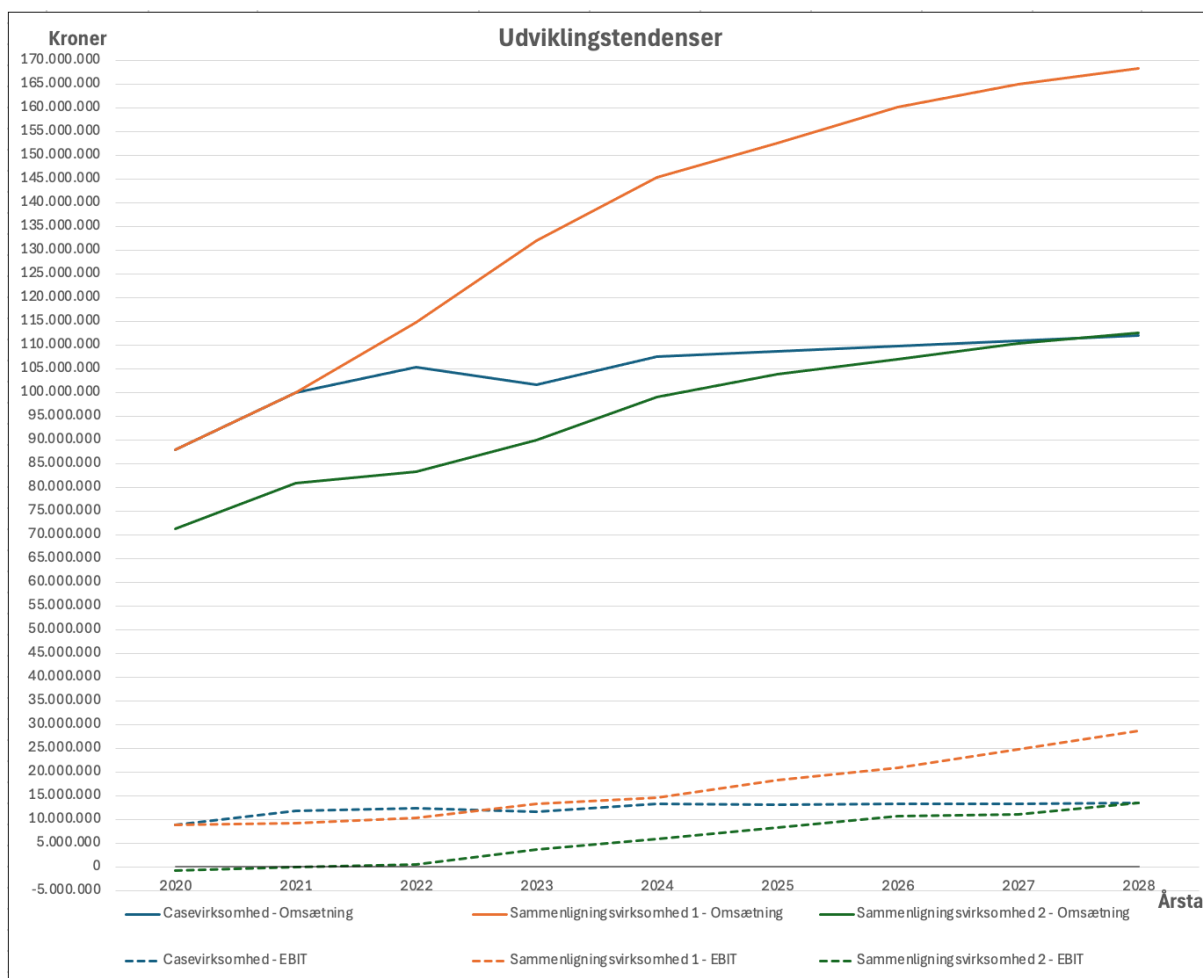
Den nye skematiske værdiansættelsesmodel giver en værdiansættelse, der ligger over værdiansættelsen med TSS-cirkulæerne med en værdi på 49,7 mio. kr., hvilket er cirka 31% højere end TSS-cirkulæerne. Det er et udtryk for, at modellen inddrager et 5-årigt regnskabsgrundlag i forhold til de 3 år ved TSS-cirkulæerne. Værdiansættelsen på de 49,7 mio. kr. er dog stadig 544% lavere end værdiansættelsen med DCF-modellen. For virksomheder, der har en stabil vækst uden store udsving, vil den nye skematiske værdiansættelsesmodel give en værdi, der er højere end værdiansættelsesmetoderne efter TSS-cirkulæerne, og samtidig en værdi der er lavere end den der er beregnet efter DCF-modellen. Følsomhedsanalysen viser at der skal større afvigelser til i omsætningsvæksten og afkast på investeret kapital, før den beregnede værdiansættelse ændrer sig. Afkastet på den investerede kapital er så høj, at der skal en lav omsætningsvækst til før levetiden kommer under 15 år. Ændringer i værdiansættelsen som følge af kapitaliseringsfaktoren vil, selv med reguleringerne i følsomhedsanalyse, være begrænsede, og virksomhedens værdiansættelse vil derfor hverken falde under niveauet i TSS-cirkulæerne eller overstige den værdi, som fremkommer ved DCF-modellen, inden for rammerne af vores analysespænd.

7.2 Værdiansættelse af sammenligningsvirksomheder

Vi har anvendt de tre værdiansættelsesmodeller på to andre sammenligningsvirksomheder, der har andre udviklingstendenser i deres resultater end vores casevirksomhed, for at se hvordan værdiansættelsen bliver her. Sammenligningsvirksomhederne er produktionsvirksomheder i samme branche som casevirksomheden. Der er i sammenligningsvirksomhederne ændret på deres omsætning samt omkostninger og dermed på deres driftsresultater i de realiserede år. Der er lavet så få justeringer i tallene for balancen, så de så vidt muligt er sammenlignelige med casevirksomheden. Der er ændret på kapitalstrukturen og i egenkapitalen ved de enkelte sammenligningsvirksomheder.

Vi har nedenfor grafisk vist, hvordan udviklingstendenserne er for vores casevirksomhed og hvordan den adskiller sig fra de to sammenligningsvirksomheder. Graferne øverst viser udviklingstendens for virksomhedernes omsætning og graferne nederst viser udviklingstendens for driftsresultaterne også kaldet EBIT. Det afspejles i graferne, at de tre virksomhedstyper

adskiller sig fra hinanden - både når det kommer til omsætningen, driftsresultaterne og deres individuelle udgangspunkter.



(Kilde: Egen tilvirkning)

I nedenstående afsnit er beregningerne efter de forskellige værdiansættelsesmodeller udført med samme udgangspunkt som ved casevirksomheden. Derfor er der kun gennemgået de ændringer, der er til sammenligningsvirksomhederne ved de enkelte modeller.

7.2.1 Sammenligningsvirksomhed 1 – høj vækst

Sammenligningsvirksomhed 1 er en produktionsvirksomhed med høj vækst, der har haft en vækst på 10-15% i de realiserede år på deres omsætning, samt der er budgetteret med en vækst på 2-5% i budgetperioden. Væksten er høj i de første realiserede år, men der budgetteres med, at den vil stagnere i budgetperioden og ende i en omsætningsvækst på 2% i terminalåret. Det vil rent teoretisk godt kunne lade sig gøre at have en højere omsætningsvækst i terminalåret end den beregnede WACC, men dette vil give en negativ værdiansættelse, som praktisk set er urealistisk (Wallstreetmojo, 2023). Da virksomheden har en høj vækst, forventer vi også, at de

vil investere i fremtiden og i yderligere driftsmateriel, hvorfor der er budgetteret med dette i budgetperioden til DCF-modellen.

Ved vores goodwillberegning efter TSS-cirkulærerne, har vi ikke foretaget ændringer på andet end på driftsresultatet i forhold til casevirksomheden. Beregning af goodwill og værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne fremgår af Bilag 6. Goodwill for sammenligningsvirksomhed 1 beregnes til 33,1 mio. kr. og den samlede værdiansættelse er 43,6 mio. kr.

Beregning af værdiansættelse efter DCF-modellen for sammenligningsvirksomhed 1 fremgår af Bilag 7. Ved beregning af WACC ved DCF-modellen er de anvendte rentesatser for casevirksomheden uændret. Vi har dog på baggrund af budgetterede investeringer forhøjet fremmedkapitalen og dermed ændret i kapitalstrukturen. WACC ved sammenligningsvirksomhed 1 bliver 4,66%, hvilket fremgår af Bilag 8. Den samlede værdiansættelse efter DCF-modellen bliver 797,4 mio. kr.

I beregning af værdiansættelse af sammenligningsvirksomhed 1 med den nye skematiske værdiansættelsesmodel, har vi ligeledes ikke foretaget nogle justeringer ud over ændringer i driftsresultaterne. Levetiden er fortsat fastsat til 15 år ud fra den skematiske fastsættelse. Dette fremgår af Bilag 9. Værdiansættelsen af goodwill bliver 41,4 mio. kr. og den samlede værdiansættelse ender på 50 mio. kr.

7.2.2 Sammenligningsvirksomhed 1 – følsomhedsanalyse

Ligesom for casevirksomheden har vi også her foretaget en følsomhedsanalyse for værdiansættelsesmodellerne; DCF-modellen samt den nye skematiske værdiansættelsesmodel.

Ved DCF-modellen har vi også her testet, hvor følsom værdiansættelsen er ved regulering af WACC samt omsætningsvæksten. Her ses det, at når vi regulerer WACC ned med 1% vil værdiansættelsen stige med 61,8%. I et spænd med en WACC på 2,66% til 6,66% vil værdiansættelsen falde fra 3.271 mio. kr. til 446 mio. kr. Dette er ligesom ved casevirksomheden et meget stort spænd, og her ses det at spændet kun bliver højere af, at det er en virksomhed med høj vækst og større resultater.

Når omsætningsvæksten reguleres op med 1% fra vores omsætningsvækst vil det give en stigning i værdiansættelsen på 60,7%. Hvis omsætningsvæksten spænder fra -2% til 2% betyder det en værdiansættelse fra 453 mio. kr. til 3.224 mio. kr. uden at der er reguleret på WACC.

Ved vores følsomhedsanalyse kommer vi frem til at virksomheden kan værdiansættes til mellem 310 mio. kr. og 3.271 mio.kr. alt efter valg og kombination af WACC og omsætningsvækst.

Følsomhedsanalyse					
Omsætningsvækst	WACC				
	2,66%	3,66%	4,66%	5,66%	6,66%
- 2%	809.137.000	582.173.000	452.707.000	369.082.000	310.656.000
- 1%	1.299.837.000	803.217.000	577.938.000	449.430.000	366.423.000
+/- 0%	3.271.290.000	1.290.398.000	797.416.000	573.787.000	446.217.000
+ 1%	-6.463.654.000	3.247.580.000	1.281.096.000	791.698.000	569.692.000
+ 2%	-1.634.962.000	-6.416.639.000	3.224.094.000	1.271.881.000	786.032.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

Ved den nye skematiske værdiansættelsesmodel har vi også testet hvad der sker hvis der reguleres på omsætningsvæksten og afkastet på den investerede kapital, som ved casevirksomheden. I vores følsomhedsanalyse kan vi se at der ikke sker en ændring i værdiansættelsen indenfor det spænd vi har testet, hverken med en ændring i omsætningsvæksten eller i afkast på investeret kapital på op til 4 procentpoint. Det betyder at for en virksomhed med høj vækst, skal der mere til før værdiansættelsen påvirkes med anvendelse af den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Når omsætningsvæksten er så høj som den er, skal afkast på den investerede kapital ned mellem 18-20% før det vil ændre på levetiden og dermed kapitaliseringsfaktoren, som har indflydelse på værdiansættelsen af goodwill.

Følsomhedsanalyse					
Afkast på investeret kapital	Omsætningsvækst				
	11,38%	12,38%	13,38%	14,38%	15,38%
22,35%	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000
23,35%	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000
24,35%	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000
25,35%	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000
26,35%	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000	49.985.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

7.2.3 Sammenligningsvirksomhed 1 – delkonklusion

Sammenligningsvirksomhed 1 har haft høj vækst i både regnskabstallene og i de budgetterede perioder. Der er dog budgetteret med at væksten ender på 2% i terminalåret grundet en stagnering i væksten over tid.

Værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne viser at virksomheden vurderes til 43,6 mio. kr., hvilket er 5,8 mio. kr. højere end casevirksomheden. Denne stigning sker, grundet et højere resultat i de 3 år samt at væksten i de sidste 3 år har været stabil, hvilket danner grundlag for at der tillægges en udviklingstendens. Dette viser at cirkulærerne godt kan være følsom overfor vækst, men den tager kun det med, hvis dette kan ses kontinuerligt i de seneste 3 år, og altså ikke ved kortsigtet forbedring eller hvis der har været mindre udsving.

Værdien i DCF-modellen viser et resultat på 797 mio. kr., som er over 59,9% højere end casevirksomheden. Denne markante stigning viser, hvor følsom DCF-modellen er over for relative små ændringer i vækstantagelse, hvor der i dette tilfælde har været en stigning fra 1% til 2% i terminalperioden. Den eksponentielle effekt af vækst over tid samtidig med en lav WACC, resulterer i en eksplosiv stigning i nutidsværdien, hvorfor dette gør DCF-modellen særlig attraktiv i virksomheder med vækst, men derudover kan den også være misvisende, hvis vækstforventningerne ikke bliver indfriet. Ud fra følsomhedsanalysen kan vi også se at DCF-modellen ved en virksomhed med høj vækst er ekstra følsom for ændringer i forudsætningerne for beregningen, og dermed bliver usikkerhederne ved modellen større.

Den nye skematiske værdiansættelsesmodel øger værdiansættelsen til 50 mio. kr. som kun er ca. 240 t.kr. mere end casevirksomheden. Da det vægtede resultat beregnes af 5 år, giver det en mindre goodwill med den nye skematiske værdiansættelsesmodel, da der medtages 2 år med lavere resultater end de seneste 3 år. Derudover tillægges der ikke et udviklingstillæg trods deres positive udviklingstendens. Til gengæld er der i den nye model anvendt en højere kapitaliseringsfaktor grundet den længere levetid, der er beregnet ud fra den højere omsætningsvækst end ved casevirksomheden. Følsomhedsanalysen viser at med en så høj vækst som sammenligningsvirksomhed 1 har i de realiserede tal, skal der en større ændring i omsætningsvæksten eller i afkast på investeret kapital til før værdiansættelsen ændrer sig. En vækstvirksomhed som vores får heller ikke en belønning i form af en højere kapitaliseringsfaktor hvis deres vækst har været endnu højere, da levetiden er sat til maksimalt 15 år i det skematiske system. Den skematiske goodwillberegning tillægger dermed ikke en høj vækst yderligere værdi.

7.2.4 Sammenligningsvirksomhed 2 – turnaround

Sammenligningsvirksomhed 2 er en turnaround produktionsvirksomhed, der tidligere har haft underskud, hvilket også indbefatter år 2020 og 2021. Virksomheden har fået vendt deres underskud til et overskud i 2022. I budgetperioden er der forventninger til at den positive udvikling fortsætter og der er budgetteret med en omsætningsstigning på 2-10%. Grundet tidligere underskud i virksomheden har vi reguleret egenkapitalen ned til 6.7 mio. kr., da det forudsættes, at de har en egenkapital på 0 kr. inden 2020 og egenkapitalen derfor er summen af regnskabsårene for 2020-2024 fratrullet skat. Samtidig har vi reguleret andelen af fremmedkapital op med 5 mio. kr., der giver en ny kapitalstruktur. I 2024 investerer virksomheden i driftsmateriel for at fremme den positive udvikling.

Goodwillberegningen efter TSS-cirkulærerne er sammenlignelig med beregning i vores casevirksomhed. Dog har vi reguleret i driftsresultaterne og en ændret egenkapital til beregning af den samlede værdi af virksomheden. Beregning af goodwill og værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne fremgår af Bilag 10. Den beregnede goodwill er 11 mio. kr. og den samlede værdiansættelse er 16 mio. kr.

Værdiansættelsen efter DCF-modellen fremgår af Bilag 11. I DCF-modellen er WACC beregnet til 4,79%, hvor ændringen skyldes den ændrede kapitalstruktur. Rentesatserne til denne beregning uændrede. Se Bilag 12 for beregning af WACC. Værdiansættelsen af sammenligningsvirksomhed 2 efter DCF-modellen er 384 mio.kr.

Ved værdiansættelse efter den nye skematisk værdiansættelsesmodel falder levetiden til 5 år. Dette skyldes de negative resultater, der påvirker gennemsnitsafkastet på investeret kapital, samtidig med at væksten i omsætningen er blevet lavere. Se Bilag 13 for beregning af værdiansættelse efter den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Goodwill er beregnet til 547 t.kr. og den samlede værdiansættelse ender på 7 mio. kr.

7.2.5 Sammenligningsvirksomhed 2 – følsomhedsanalyse

Vi har også for sammenligningsvirksomhed 2 foretaget en følsomhedsanalyse for værdiansættelsesmodellerne DCF-modellen og den nye skematiske værdiansættelsesmodel.

Ved DCF-modellen har vi også, ved at regulere på WACC samt omsætningsvæksten, testet hvor følsom værdiansættelsen er. Når vi regulerer WACC ned med 1% vil værdiansættelsen stige med 56,8%, hvis der ikke ændres i omsætningsvæksten. I et spænd med en WACC på 2,79% til 6,79% vil værdiansættelsen falde fra 1.376 mio. kr. til 221 mio. kr. Ligesom ved

casevirksomheden og sammenligningsvirksomhed 1 er det et stort spænd som værdiansættelserne befinder sig i.

Ved at omsætningsvæksten reguleres op med 1% fra vores værdiansættelse, vil det medføre en stigning i værdiansættelsen på 54,6%. Når omsætningsvæksten spænder fra -2% til 2% betyder det en værdiansættelse fra 228 mio. kr. til 1.338 mio. kr. ved fastholdelse af vores WACC. Værdiansættelsen af vores turnaround virksomhed kan værdiansættes til mellem 159 mio. kr. og 1.377 mio. kr. afhængig af hvilken WACC og omsætningsvækst, der er anvendt til beregningen.

Følsomhedsanalyse					
Omsætningsvækst	WACC				
	2,79%	3,79%	4,79%	5,79%	6,79%
- 2%	394.840.000	289.064.000	227.562.000	187.371.000	159.069.000
- 1%	610.667.000	389.364.000	285.071.000	224.430.000	184.802.000
+/- 0%	1.376.275.000	602.087.000	383.914.000	281.096.000	221.311.000
+ 1%	-4.992.738.000	1.356.819.000	593.607.000	378.526.000	277.164.000
+ 2%	-874.957.000	-4.921.782.000	1.337.604.000	585.229.000	373.201.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

Følsomhedsanalysen for den nye skematiske værdiansættelsesmodel viser at hvis omsætningsvæksten falder med 1%, falder værdiansættelsen tilsvarende med 1%. Afkast på den investerede kapital skal falde med 2%, før der sker noget med værdiansættelsen. Dette skyldes ligesom ved de andre virksomheder den skematiske opbygning af fastsættelse af levetiden og dermed kapitaliseringsfaktoren, der gør at levetiden ændres i intervaller ud fra skemaet. Ud fra vores følsomhedsanalyse kan virksomheden værdiansættes fra 7 mio. kr. til 7,2 mio.kr. indenfor det område vi har testet med følsomhedsanalysen.

Følsomhedsanalyse					
Afkast på investeret kapital	Omsætningsvækst				
	6,58%	7,58%	8,58%	9,58%	10,58%
1,49%	6.989.000	6.989.000	7.069.000	7.069.000	7.069.000
2,49%	7.069.000	7.069.000	7.141.000	7.141.000	7.141.000
3,49%	7.069.000	7.069.000	7.141.000	7.141.000	7.141.000
4,49%	7.141.000	7.141.000	7.210.000	7.210.000	7.210.000
5,49%	7.141.000	7.141.000	7.210.000	7.210.000	7.210.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

7.2.6 Sammenligningsvirksomhed 2 – delkonklusion

Sammenligningsvirksomhed 2 har tidligere haft underskud i deres resultater, men har nu vendt deres resultat til overskud de seneste 3 år.

En værdiansættelse efter TSS-cirkulæremodellerne giver en værdi på 15,5 mio. kr. Dette resultat er 22,3 mio. kr. lavere end for casevirksomheden, hvilket skyldes at beregningen bygger på væsentlig lavere driftsresultater, samt at egenkapitalen er reguleret ned i sammenligningsvirksomhed 2. Grundet regulering i egenkapitalen, kan værdiansættelsens samlede værdi ikke sammenlignes direkte med casevirksomheden, og 22 mio. kr. af forskellen kan tilegnes regulering i egenkapitalen. Ud fra den betragtning vil værdiansættelser ved en turnaround virksomhed ligge sig tæt på værdiansættelsen på casevirksomheden. Den lave værdiansættelse skyldes også at modellen fokuserer på historiske driftsresultater og ikke fanger de forventede forbedringerne i budgettet. Ligesom i sammenligningsvirksomhed 1 er der medtaget et tillæg for den positive udviklingstendens i de seneste 3 år. Dette tillæg havde virksomheden ikke fået glæde af, hvis ikke deres positive udvikling havde været helt kontinuerligt.

I DCF-modellen fastsættes værdien til 384 mio. kr. hvilket er højere end værdiansættelsen af casevirksomheden. Både omsætningsvæksten i terminalåret samt WACC er sat højere end for casevirksomheden, så det medfører en højere værdiansættelse, samtidig med at nutidsværdien af terminalperioden er højere. Dette viser at DCF-modellen ikke skelner til historikken, hvor virksomheden har haft negative resultater, men alene kun til budgettet, hvorfor det viser at DCF-modellen har større fokus på virksomhedens forventede fremtidige evne til at generere overskud end på tidligere år. Dette gør at denne model er stærk ved turnaround virksomheder, men også sårbar, hvis forbedringen i resultat ikke viser sig at fortsætte for virksomheden, og udviklingen i budgettet ikke er korrekt. Følsomhedsanalysen viser også ved denne sammenligningsvirksomhed, at modellen er følsom overfor små ændringer i forudsætningerne for modellen, og at værdiansættelserne ligger indenfor et stort spænd. Ved turnaround virksomheden er spændet ikke så stort som ved casevirksomheden og sammenligningsvirksomhed 1. Den maksimale værdiansættelsesværdi indenfor vores analyse område er mindre her, hvor WACC er fastsat højere samt driftsresultaterne er mindre.

Den nye skematiske værdiansættelsesmodel vurderer virksomheden væsentligt lavere til 7,1 mio.kr. ca. 42,5 mio. kr. mindre end for casevirksomheden. Heraf kan en forskel på 22 mio. kr. tilskrives regulering i egenkapitalen, ligesom ved beregning med TSS-cirkulærerne. Det

vægtede driftsresultat er i denne værdiansættelse påvirket af at man skal medtage 5 år, hvor de 2 år med et negativt resultat kommer til at betyde en del for resultatet. Selv en positiv udvikling i det seneste regnskabsår, kan ikke opveje for de foregående negative driftsår. Dette viser hermed modellens svaghed i forhold til virksomheder i en tidlig fase af en positiv udvikling, hvor de tidligere data ikke længere er retvisende for virksomhedens fremtidige situation. Grundet en lavere omsætningsvækst samt afkast på investeret kapital og dermed en levetid på 5 år, bliver kapitaliseringsfaktoren en del lavere end ved casevirksomheden. Dette påvirker også at goodwill bliver lav. Ud fra følsomhedsanalysen kan vi se at da afkast på investeret kapital ligger lavt, er der mulighed for at stige i levetiden skematisk, ved at regulere denne ned eller op. Der er noget op til levetiden på 15 år så derfor kan 2 procentpoint både i omsætningsvækst samt afkast på investeret kapital, give en ændring i værdiansættelsen af virksomheden.

7.3 Delkonklusion på analysen

Nedenstående skema viser en sammenfatning af værdiansættelserne ved anvendelse af de ovenstående værdiansættelsesmodeller, både for casevirksomheden samt for de to sammenligningsvirksomheder.

	Cirkulære	DCF	Lov nr. 369
Casevirksomhed	37.829.000	320.054.000	49.745.000
Sammenligningsvirksomhed 1	43.582.000	797.416.000	49.985.000
Sammenligningsvirksomhed 2	15.544.000	383.914.000	7.141.000

(Kilde: Egen tilvirkning)

På baggrund af de udarbejdet analyser med værdiansættelsesberegninger for casevirksomheden samt de to sammenligningsvirksomheder, kan det konkluderes, at valget af værdiansættelsesmodel har en stor påvirkning på resultatet, både i forhold til den opgjorte værdi og de skattemæssige konsekvenser ved generationsskifte. De tre anvendte modeller, TSS-cirkulæremodellerne, DCF-modellen og den nye skematiske værdiansættelsesmodel, afspejler forskellige tilgange til værdiansættelse og har hver især styrker og svagheder afhængigt af virksomhedernes udviklingstendenser.

TSS-cirkulæremodellerne viser at være den mest konservative metode, hvor værdierne primært er baseret på tidligere års resultater og kun reguleres for vækst, hvis der foreligger en kontinuerlig positiv eller negativ udvikling. Dette betyder at i forhold til de to andre

værdiansættelsesmodeller, har denne model større tilbøjelighed til at undervurdere værdiansættelserne. TSS-cirkulærerne sikrer dog en vis forudsigelse og ensartethed, hvilket gør denne model anvendelig i mange situationer med generationsskifte, hvor parterne ønsker en enkelt og gennemskuelig værdiansættelse. Modellen er dog så enkel, at den ikke tager højde for specifikke virksomhedsforhold ved fastsættelse af levetiden for goodwill, hvilket kan føre til en forkert værdiansættelse af de enkelte virksomheder og dermed være ekstra opmærksom, ved benyttelse af denne model.

Det konkluderes, at DCF-modellen vurderes at være den mest fremtidsorienterede og følsomme model, da den har kraftige reaktioner på ændringer i vækstantagelse og kapitalomkostninger og har vist sig at levere markante højere værdiansættelser – især i vækstvirksomheder. Ydermere er modellen også sårbar over for usikkerhed i budgetforudsætningerne, hvorfor dette kan medføre betydelige skattemæssige udfordringer, hvis skattemyndighederne eventuelt vurderer grundlaget for urealistisk. DCF-modellen er dog særlig relevant, hvis man ønsker en værdiansættelse tæt på markedsvilkår. F.eks., hvis der skal ske salg til tredjepart eller i forbindelse med investorforhandlinger.

Den nye skematiske værdiansættelsesmodel kombinerer en mellemvej mellem de to øvrige modeller, da den baserer sig på en 5-årig regnskabsperiode, hvilket giver et mere nuanceret billede i forhold til TSS-cirkulærerne, men uden at der skal inddrages fremtidige budgetter og forventninger som i DCF-modellen. Værdien vil fremstå mere balanceret, og modellen tilbyder det væsentlige incitament, nemlig at virksomheder har et retskrav på at få værdiansættelsen accepteret, såfremt virksomheden opfylder betingelserne. Dette skaber en høj grad forudsigelighed samt planlægningssikkerhed ved et generationsskifte. Ydermere viser analysen, at den skematiske værdiansættelsesmodel, dog ikke nødvendigvis fanger den faktiske handelsværdi i alle tilfælde, især ikke ved markante ændringer f.eks. ved turnaround virksomheder.

8. Diskussion

I diskussionsafsnittet vil vi se nærmere på, hvordan værdiansættelsen af virksomheder ved et generationsskifte i Danmark bliver påvirket af de forskellige værdiansættelsesmodeller, herunder den nye skematiske værdiansættelsesmodel fra Lov nr. 369 af 09/04/2025. Derudover vil vi diskutere de skattemæssige konsekvenser af de nye lovmæssige ændringer. Vi tager udgangspunkt i analysens konklusioner, opgavens redegørende afsnit, ekspertgruppens rapport om værdiansættelse ved generationsskifte i Danmark samt høringssvar og spørgsmål i forbindelse med udfærdigelse og stadsfæstning af den nye Lov nr. 369 af 09/04/2025.

Efter at lovforslag L123 blev fremsat kom der spørgsmål fra folketinget til, hvorfor skatteministeren Rasmus Stoklund ikke havde fulgt anbefalingerne fra flertallet i ekspertgruppens rapport. Denne rapport var udarbejdet af ekspertgruppen, da man fra folketinget side gerne ville gøre værdiansættelse af virksomheder i forbindelse med generationsskifte mere forudberegnelig og gennemskuelig. Derfor skulle de se på mulige værdiansættelsesmodeller der baseres på en skematisk værdifastsættelse. Ekspertgruppens flertal kom frem til at det ikke er muligt at udarbejde en skematisk værdiansættelsesmodel, der samtidig vil give et retvisende billede af handelsværdien af alle selskaber. Derfor anbefaler flertallet ikke, at der skal være et retskrav på at anvende en skematisk værdiansættelsesmodel. Skatteministeren svarer fastslået, at det med den nye lov er centralt at virksomhederne sikres et retskrav på at anvende en skematisk værdiansættelse ved generationsskifte, også selvom dette vil føre til en lavere værdiansættelse, der er under handelsværdien. Dette er centralt fordi det vil understøtte forudsigelighed både for sælger og køber, når afgiftsgrundlaget er kendt (Skatteministriet & Stoklund, 2024). Herved ses det at der er et andet fokus fra regeringens side end for ekspertgruppen, som i deres rapport vælger at gå efter at fastsætte en korrekt handelsværdi, da dette er praksis ved dansk skattelovgivning.

8.1 Værdiansættelsesmodeller ved generationsskifte

Vi vil nu diskutere de forskellige værdiansættelsesmodeller vi har udvalgt til at belyse værdiansættelse ved generationsskifte og se på hvordan de påvirker værdiansættelsen af virksomhederne.

De skematiske modeller skal bidrage til, at virksomheder kan planlægge overdragelser uden risiko for efterfølgende justeringer af værdier og afgifter. Der er en risiko for, at den skematiske værdiansættelse ikke nødvendigvis afspejler den reelle handelsværdi af virksomheden. Dette kan føre til en lavere afgiftsmæssig værdiansættelse i nogle tilfælde og en højere i andre. Hvis modellen systematisk undervurderer virksomheder med høj vækst eller udviklingspotentialer, kan det medføre en betydelig skattefordel for nogle ejere. Omvendt kan en konservativ tilgang i den skematiske metode føre til en overvurdering og dermed en højere bo- eller gaveafgift, hvilket potentielt kan hæmme generationsskiftet (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

I rapporten fra ekspertgruppen om værdiansættelse ved generationsskifte har de vurderet værdiansættelse med TSS-cirkulærerne ud fra en analyse af 31 handler ved generationsskifte, der viser at virksomhedernes beregnede værdi ligger i vægtet gennemsnit 67% under den pris de faktisk er handlet til. Analysen viser også at det især er de større virksomheder, der bliver undervurderet. Dette viser samme tendens som en analyse, der er lavet på 213 handler med uafhængige parter, hvor handlerne dog ikke var ved generationsskifte. I analysen med de 213 handler, kritiseres dataene for at handelsværdierne kan være højere, end hvis det har været ved et generationsskifte. Trods dette viser de to analyser stadig samme tendens til at TSS-cirkulærerne undervurderer virksomhedernes værdiansættelser (Skatteministeriet, 2021). I vores analyse er værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne i vores casevirksomhed og sammenligningsvirksomhed 1 (vækst) de laveste værdiansættelser, hvilket viser samme tendens som i ekspertgruppens anvendte analyser. En af årsagerne til at værdiansættelserne undervurderes er at TSS-cirkulærerne tager udgangspunkt i historiske tal, mens der i handelsaftalen fra købers side ses på de fremtidige muligheder og risikoen hermed. Det er svært at beregne et estimat over det fremtidige indtjeningsniveau, når indtjening og fremtidig udviklingstendens bygges på historiske resultater (Skatteministeriet, 2021). I sammenligningsvirksomhed 2 (turnaround) bliver værdiansættelsen ved TSS-cirkulærerne højere end ved den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Dette kan tilskrives, at der her er medtaget 5 år tilbage tid ved den nye skematiske værdiansættelsesmodel i stedet for de 3 år i TSS-cirkulærerne, hvilket medfører at de tidligere negative resultater, kommer til at betyde en

del for værdiansættelsen. Så selvom virksomheden har en stadig positiv udvikling, vil værdiansættelsen af denne ikke blive særlig høj i forhold til de andre værdiansættelsesmetoder. Derfor viser det en svaghed i den nye skematiske værdiansættelsesmodel, når historiske data ikke nødvendigvis er retvisende for virksomhedens fremtidige situation.

Den nye skematiske værdiansættelsesmodel bygger på TSS-cirkulærernes beregning af goodwill og den samlede værdiansættelse. Ekspertgruppen er kommet med to konkrete justeringer til TSS-cirkulærerne, som de anbefaler medtages i udfærdigelsen af den nye skematiske værdiansættelsesmodel. De justeringer indbefatter, at der laves en vejledning til fastsættelse af goodwill og at henfaldsraten på goodwill fjernes. Nu er der kun en overordnet vejledning i TSS-cirkulærerne til fastsættelse af levetiden for goodwill. Her anvendes der typisk en levetid på 7 år, og det er sjældent i praksis denne reguleres ned grundet øvrige omstændigheder. Levetiden burde dog i praksis variere fra virksomhed til virksomhed grundet individuelle forhold og deres konkurrencesituation, der har indflydelse på deres indtjening og afkast. Derfor anbefaler ekspertgruppen, at der i stedet skal anvendes en levetidstabel, der skal anvendes som en vejledning til skattemyndighederne og skatteyderne, når levetiden på goodwill skal fastsættes ved værdiansættelse af virksomhederne (Skatteministeriet, 2021).

Vi har i vores analyse anvendt en levetid på 7 år ved TSS-cirkulærerne, mens der i goodwillberegningerne for casevirksomheden samt for sammenligningsvirksomhed 1 (vækst) beregnes en levetid på 15 år og i sammenligningsvirksomhed 2 (turnaround) en levetid på 5 år. Dette viser, at ved at indføre en skematisk beregning af levetiden for goodwill ud fra omsætningsvæksten og afkast på investeret kapital, giver det en variation af levetiderne ud fra specifikke forhold i virksomhederne. Det er nødvendigvis ikke den reelle levetid for goodwill som tabellen giver, men det giver et bredere spænd og flere af virksomhedernes faktorer medtages i fastsættelsen af denne. I anbefalingerne fra ekspertgruppen var der lagt op til en maksimal levetid på 23 år. Dette har man valgt ikke at følge så i Lov nr. 369 af 09/04/2025 kan man maksimalt have en levetid på goodwill på 15 år (Skatteministeriet, 2021). I vores casevirksomhed har de netop nået den maksimale levetid på de 15 år, og de kan ikke nå en højere værdiansættelse ud fra beregning af levetiden, selvom afkast på investeret kapital eller omsætningsvæksten stiger, hvilket vi ligeledes ser i vores følsomhedsanalyse for casevirksomheden. Denne begrænsning er endnu større for sammenligningsvirksomhed 1 (vækst), der har en endnu højere omsætningsvækst og afkast på investeret kapital. Derfor kan man undres over hvorfor man har vedtaget de 15 år i maksimal levetid fremfor en levetid på 23 år, da dette i nogle tilfælde vil medføre højere værdiansættelser.

Den modsatte tendens ses i sammenligningsvirksomhed 2 (turnaround), hvor levetiden bliver 5 år ved beregning i den nye skematiske værdiansættelsesmodel, hvor vi som standard har anvendt 7 år ved beregningen ud fra TSS-cirkulærerne. Hermed reguleres der ned i levetiden fra standard 7 år, hvilket meget sjældent ses ved TSS-cirkulærerne ifølge rapporten fra ekspertgruppen (Skatteministeriet, 2021).

Den anden anbefaling fra ekspertgruppen om at henfaldsraten på goodwill bør fjernes, er ikke efterfulgt i Lov nr. 369 af 09/04/2025, hvor goodwill stadig antages at henfalde lineært. Henfaldsraten betyder at man forudsætter at afkastet på goodwill reduceres lineært over levetiden indtil det bortfalder. Ved at man fjerner henfaldsraten, vil goodwill være konstant over levetiden og først bortfalde til sidst. Dette vil give en højere kapitaliseringsfaktor og dermed en højere goodwill. Begrundelse for at henfaldsraten kan fjernes er at det ikke altid er tilfældet at goodwill vil falde over tid. Advokat Michael Serup er modsat flertallet i ekspertgruppen ikke overbevist om at goodwill ikke vil falde efter at et generationsskifte er foretaget, da det er den nye generations indsats der skal vedligeholde goodwillen (Skatteministeriet, 2021).

Analysen af værdiansættelse ved generationsskifte i ekspertgruppens rapport viser, at ved at implementere både en fastsættelse af levetid skematisk med en maksimal levetid på 23 år samtidig med at henfaldsraten på goodwill fjernes, vil det medføre at værdiansættelserne afviger med 49% i forhold til de tidligere 67% fra aktuelle handelsværdier. Denne anvendte analyse i ekspertgruppens rapport, sår advokat Michael Serup tvivl om, da han mener at de anvendte data ikke bygger på et validt grundlag. Efter vores analyse kan vi se at værdiansættelsen for casevirksomheden samt for sammenligningsvirksomhed 1 (vækst) ligger sig over niveauet for TSS-cirkulærerne og under værdierne for DCF-modellen. Resultaterne er her som forventet ifølge eksperterne, hvor værdiansættelserne bliver højere grundet reguleringerne i beregning af levetiden, samt at der medtages resultater 5 år tilbage i tiden. Vi ved ikke om vores resultater kommer tættere på en reel handelsværdi, men da tendensen er en undervurdering af værdiansættelserne med TSS-cirkulærerne, vil vi formode at vores resultater med den nye skematiske værdiansættelsesmodel kommer tættere på en reel handelsværdi.

Dette viser at ekspertgruppens mål om en mere reel handelsværdi bliver mere opnåelig med den nye skematiske værdiansættelsesværdi i forhold til TSS-cirkulærerne, da de mindre sandsynligt undervurdere værdiansættelsen. Desuden fremhæver Advokat Michael Serup, at modellen i sin nuværende form er et skridt i den rigtige retning. Den skaber grundlæggende en objektiv platform for værdiansættelse, som skatteyderne kan forholde sig til, og som begrænser skattemyndighedernes adgang til at tilsidesætte beregninger. Det er et væsentligt fremskridt

sammenlignet med tidligere praksis, hvor skøn og efterfølgende vurderinger var udbredt (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Vi har også testet værdiansættelse ved generationsskifte med DCF-modellen, som giver i alle vores tre eksempler meget højere værdiansættelser end for de to andre værdiansættelsesmodeller. Modsat de to andre værdiansættelsesmodeller, så bygger DCF-modellen på fremtidige resultater og værdiansættelsen her er meget afhængig af de fremtidige forventninger til budgettet. Vi har lavet vores budgetter ud fra tidligere års omsætningsvækst og disse er alle positive i forskellig grad, hvilket vil medføre de højere værdiansættelser. Det er ikke sikkert at vores forudsætninger holder efter et generationsskifte, da det er den nye generation der skal drive virksomheden videre og påvirker de forudsætninger, der er fastsat i budgettet, hvilket kan være et problem for værdiansættelser i disse situationer.

Vi kan i vores resultatet og følsomhedsanalyser se, at DCF-modellen er meget følsom i forhold til de andre værdiansættelsesmodeller, og værdiansættelserne kan spænde bredt ved små reguleringer af WACC og omsætningsvæksten. Grundet denne følsomhed og de forudsatte budgetter er denne model meget manipulerbar, og derfor vil en værdiansættelse efter DCF-modellen være mere et udtryk for den maksimale værdi, end selve handelsværdien.

8.2 Kritik og debat af retskrav før vedtagelse af Lov nr. 369 af 09/04/2025

De mange høringssvar og tekniske uklarheder viser, at den skematiske værdiansættelsesmodel i visse situationer bliver for ufleksibel. Kravet om 3 års aktivitet, krav til specifikke regnskabsoplysninger, og udelukkelse af virksomheder med høj andel af immaterielle aktiver, betyder, at mange reelt ekskluderes fra at bruge modellen. Hvis undtagelserne bliver reglen, mister skematikken sin værdi. Derudover er det afgørende, at modellen ikke kun fungerer på papiret, men også administreres ensartet og med respekt for skatteydernes behov for vejledning. Hvis skattemyndighedernes praksis bliver for restriktiv, eller hvis sagsbehandlingen bliver uensartet, risikerer man, at virksomheder vælger modellen fra, også selv om de egentlig kunne anvende den (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Vedtagelsen af Lov nr. 369 af 09/04/2025, der introducerer en skematisk værdiansættelsesmodel med retskrav, har været et stort omdrejningspunkt for betydelig offentlig og faglig debat. Helt overordnet, er der en bred opbakning til intentionerne bag loven, nemlig øget retssikkerhed og forudsigelig for virksomheder ved generationsskifte. Flere høringssvar peger dog på, at dette retskrav og dets undtagelser rejser retssikkerhedsmæssige og praktiske bekymringer

(Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Et retskrav på at anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel vil medføre at værdiansættelsen kan anvendes som grundlag for afgiften uanset om værdien ligger langt fra handelsværdien. Det er modsat i reglerne for anvendelse af TSS-cirkulærerne, hvor værdiansættelserne herefter kan tilsidesættes hvis de fremtidige afkast og vækst ikke forventes at ligne de tidligere resultater, samt at skattemyndighederne finder en anden værdi ud fra en anden værdiansættelsesmetode som f.eks. DCF-modellen. Det er netop forudberegnelighed regeringen gerne vil opnå med en skematisk model, hvor der ikke indgår skønsmæssige vurderinger af fremtiden. Men da denne værdiansættelse nødvendigvis ikke er den rigtige handelsværdi, anbefaler ekspertgruppen i stedet at alle skal have ret til individuelle værdiansættelser der skal afspejle handelsværdien (Skatteministeriet, 2021).

Der er i Lov nr. 369 af 09/04/2025 medtaget nogle undtagelser til retskravet. Det gælder virksomheder der haft kommercielle salg i mindre end 3 år og for virksomheder hvor deres væsentligste aktivitet er udvikling og ejerskab af immaterielle aktiver, der endnu ikke har givet afkast (Stoklund, 2025). Dansk Erhverv retter en kritik og fraråder disse undtagelser fra retskravet, da de efter deres opfattelse underminerer modellens formål om forudsigelighed. Specielt stiller Dansk Erhverv sig kritiske over for undtagelsen af virksomheder med kommerciel aktivitet i mindre end 3 år. Her pointerer Dansk Erhverv, at virksomhedens drift og værdiskabelse nødvendigvis ikke afhænger af et formelt kommercielt salg. Mange iværksættervirksomheder kan være i drift med færdigudvikling eller opbygning af kunder i flere år, uden at de måske har realiseret nogle egentlig tal. At afskære disse virksomheder fra en skematisk værdiansættelsesmodel, kan være et benspænd for generationsskifte og investorinteresse. Skatteministeren forsvare dog disse undtagelser med henvisning til, at den nye skematiske værdiansættelsesmodel bygger på tidligere års resultater, der ikke kan findes for nyopstartede virksomheder (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Dansk Erhverv kritiserer desuden denne grænse for at være rigid og foreslår, at det burde være muligt at dokumentere, at virksomheden trods begrænset historik er reel og operativ. Dansk Erhverv mener, at en adgang til en supplerende dokumentationsmodel, herunder gennem revisorerklæring eller tredjepartsvurdering eventuelt skal fungere som en fleksibel mellemvej. På den måde kunne man inkludere flere reelt fungerende virksomheder uden at gå på kompromis med retssikkerheden (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Flertallet i ekspertgruppen mener, at i stedet for at der er et retskrav på at anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel, så kan mere vejledning være med til at øge retssikkerheden

og forudsigeligheden. Denne vejledning skal omhandle at modellen kan anvendes af alle, men ved generationsskifte i store virksomheder i regnskabsklasse C og ved virksomheder med høj vækst og højt afkast på investeret kapital, hvor levetiden på goodwill er over 15 år, skal de forvente at værdiansættelsen skal efterprøves med en anden metode som f.eks. DCF-modellen. Dette skyldes, at i disse virksomheder er der mindre sandsynlighed for at værdiansættelsen efter den skematiske værdiansættelsesmodel, rammer handelsværdien (Skatteministeriet, 2021). Efter vores analyse af sammenligningsvirksomhed 1 (vækst), ser vi at værdiansættelsen kunne have været højere, hvis det var muligt at komme over 15 år i levetiden. Denne type af virksomhed er låst af den skematiske værdiansættelsesmodel, og værdiansættelsen undervurderes grundet begrænsning i levetiden. Her ses det også at DCF-modellen vurderer værdien af denne virksomhed noget højere end den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Advokat Michael Serup mener dog at en opdeling af virksomhederne vil give en skævvridning i retssikkerheden, og at retssikkerheden bør gælde for alle (Skatteministeriet, 2021).

Ifølge Advokatrådets høringssvar, ser de positivt på retskravet, men derimod udtrykker de ligeledes også en bekymring for de undtagelser, der begrænser retskravets anvendelsesområde. Rådet anfører, at retssikkerheden svækkes, hvis skattemyndighederne kan fravige modellen uden der skal være krav om bevisførelse. Advokatrådet foreslår derfor, at det eksplicit lovfastsættes, at det er skattemyndighederne, der skal bevise, at modellen er uegnet i en konkret sag. Dette støttes af høringssvar fra advokat Michael Serup og FSR, der således giver udtryk for en klar forventning om, at lovgiverne præciserer de tilfælde, hvor den skematiske værdiansættelsesmodel ikke kan anvendes, og at skatteyderne ikke må stå tilbage med en byrde, der underminerer det ellers gode princip om et retskrav på værdiansættelsen. Skatteministeren har imødekommet denne kritik som Advokatrådet fremlægger til et vist omfang. Han anerkender, at det som udgangspunkt er myndighedernes ansvar at dokumentere uanvendeligheden af den nye model, medmindre nødvendige oplysninger ikke er offentligt tilgængelige og dette skal fremskaffes af virksomheden (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

8.3 Retssikkerhed og myndighedsskøn

Selvom Lov nr. 369 af 09/04/2025 er udformet med ønsket om at øge retssikkerheden og skabe en mere forudsigelig ramme for generationsskifte, peger flere aktører på, at lovens bestemmelser risikerer at genindføre den usikkerhed, som modellen netop havde til formål at eliminere. Dette sker særligt i de tilfælde, hvor der er adgang til, eller risiko for, myndighedsskøn, hvor balancen mellem objektivitet og skøn bliver svær. Advokat Michael

Serup, argumenterer for, at lovens bestemmelser om at skattemyndighederne kan lave ”reguleringer, der er påkrævet” for at give et retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling, reelt åbner for skønsudøvelse og dermed undergraver formålet med retskravet. Selvom intentionen bag denne adgang er at sikre, at de faktiske forhold afspejles korrekt i beregningerne, åbner formuleringen for subjektiv vurdering. Dermed opstår der igen et element af skøn, hvor skatteyderen skal forholde sig til, hvorvidt skattemyndighedernes ændringer er saglige, nødvendige og dokumenterede. Advokat Michael Serup anfører, at enhver adgang til skøn risikerer at bringe os tilbage til den praksis og skønsbaserede metode, hvor skatteyderen skal bevise at skattemyndighedernes værdiansættelse er forkert – en bevisbyrde, der er uforholdsmæssigt tung og som mange ikke har mulighed for at løfte uden væsentlig ekstern hjælp. Yderligere påpeger advokat Michael Serup, at Lov nr. 369 af 09/04/2025, oprindelige formål var at eliminere behovet for skøn og subjektive vurderinger, men at denne intention kompromitteres, hvis formuleringen ”reguleringer, der er påkrævet” ikke afgrænses nøje. Ifølge advokat Micheal Serups optik, da er det en inkonsistent, når man på den ene side løfter en metode op på lovniveau som bindende med retskravet, men derimod tillader skønsmæssige afvigelser i praksis, hvorfor dette kan være med til at genskabe den usikkerhed, som loven netop skulle afskaffe (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Til dette synspunkt støtter Advokatrådet op og peger i deres høringssvar på, at bevisbyrden for, at en værdiansættelse efter den skematiske værdiansættelsesmodel ikke kan anvendes, skal ligge hos skattemyndighederne. Dette er efter Advokatrådets opfattelse en konsekvens af det grundlæggende retsprincip om, at skattemyndighederne bærer bevisbyrden for at fravige en fast regel (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Der kan ellers opstå en risiko for, at virksomheder, trods retskravet, vælger ikke at benytte den skematiske værdiansættelsesmodel, fordi de frygter, at skattemyndighederne alligevel vil underkende resultatet. Hvis denne mistillid breder sig, er konsekvensen, at modellen reelt ikke anvendes i praksis.

FSR – Danske Revisorer fremhæver desuden i deres høringssvar, at bestemmelserne i BAL §12a, stk. 3 og 4, hvor der tales om ”andre reguleringer, der er påkrævet”, bør afgrænses nærmere. FSR vurderer, at denne formulering efterlader for meget rum for fortolkning og dermed potentielt åbner op for forskelsbehandling. Også behandlingen af særlige aktiver, herunder fast ejendom og immaterielle aktiver, er et område, hvor usikkerhed kan opstå. Flere høringsparter har fremhævet, at kravet om at ejendomme skal værdiansættes til handelsværdi eller efter ejendomsvurderingsloven, kan betyde, at dele af virksomhedens aktiver behandles skattemæssigt anderledes end resten. Dette kan give anledning til tekniske fortolkningstvister,

herunder om hvordan ejendommens værdi skal fratrækkes ved opgørelse af virksomhedens samlede skattemæssige værdi (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Da ejendomme som udgangspunkt skal værdiansættes til handelsværdi eller efter ejendomsvurderingsloven, og immaterielle aktiver ofte mangler et klart marked, vil der i mange tilfælde være behov for skøn. Dette er ikke foreneligt med ønsket om en fast og objektiv metode. Ifølge FSR er netop denne usikkerhed problematisk, da mange virksomheder søger forudsigelighed og mulighed for at planlægge langsigtet, når de skal foretage et generationsskifte. Hertil svarer skatteministeren at en udtømmende opregning af situationer, hvor det vil være nødvendigt med reguleringer, er vanskelig at udfærdige. De ser reguleringerne som nødvendige for at den skematiske værdiansættelse bliver meningsfuld og f.eks. ikke kan udnyttes til at overdrage væsentlige værdier, der ikke er medtaget i værdiansættelsen (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Advokat Michael Serup fremlægger derfor et forslag om, at værdiansættelsen, konsekvent baseres på årsrapporten, der forudsættes at være udarbejdet efter årsregnskabslovens principper om et retvisende billede. Enhver vurdering af regnskabets validitet bør efter hans mening ikke foretages af skattemyndighederne, men derimod skal henlægges til uafhængige instanser som Erhvervsstyrelsen eller Revisornævnet. Hvis skattemyndighederne alligevel skal kunne foretage reguleringer, da bør disse indskrives i loven med præcise eksempler som proceskrav, som er med til at sikre en transparens og mulighed for prøvelse. Denne tilgang underbygges af den juridiske litteratur, hvor f.eks. skattemæssige specialister, peger på at skattemyndighedernes adgang til skøn altid skal være klart lovhjemlet og underlagt kontrolmekanismer, hvis retsstatsprincippet skal respekteres. Med andre ord, da er det ikke nok med en politisk hensigt om retssikkerhed – lovgivningen skal også være udformet, så den sikrer reel beskyttelse mod myndighedssubjektivitet.

Dette bakkes op af både Dansk Industri og Advokatrådet i deres høringssvar, hvor de fremhæver, at en retssikker model forudsætter klare grænser for myndighedens skøn. Dansk Industri anser retskravet som et vigtigt fremskridt og advarer mod, at det udhules gennem brede undtagelser og åbninger for fortolkning. Advokatrådet fremhæver, at en forudsigelig og retfærdig skattepraksis kun kan opretholdes, hvis skattemyndighedernes adgang til skøn er undtagelsesvis og veldokumenteret (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Et yderligere argument, er at den asymmetri der opstår, hvis skattemyndighederne både kan tilsidesætte årsrapporten og foretage reguleringer, fører til en magt ubalance i sagsbehandlingen. Denne ubalance skaber retsusikkerhed og gør det vanskeligt for virksomheder at planlægge generationsskifte uden omfattende rådgivning og dyre

skattevurderinger. Dette står i kontrast til lovens mål om at skabe en enkel og forudsigelig model. Derudover fremhæver FSR og Dansk Erhverv, at anvendeligheden af den skematiske værdiansættelsesmodel i høj grad er afhængig af, at virksomhederne kan regne med, at reglerne administreres ensartet. Hvis der opstår stor variation i fortolkningen blandt de forskellige sagsbehandlere, vil skattemyndighederne, undermineres tilliden til modellen, og der opstår retsusikkerhed, præcis ligesom som før Lov nr. 369 af 09/04/2025 (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Det fremgår derfor klart af debatten, at retssikkerhed ikke alene afhænger af selve modellen, men i høj grad også af, hvordan myndighederne praktiserer den. Der efterlyses klare hjemmelsgrundlag, gennemsigtighed og mulighed for prøvelse, som samlet kan give virksomhederne vished om deres retsstilling og gøre dem mindre sårbare over for subjektiv fortolkning fra skattemyndighedernes side.

8.4 Praktisk anvendelighed og afgrænsningsproblemer

Et andet vigtigt punkt i diskussionen om Lov nr. 369 af 09/04/2025 er anvendeligheden i praksis og afgrænsningen af modelanvendelsen. FSR udtrykker bekymring for, at anvendelsesbetingelserne ikke er klart definerede, hvilket medfører risiko for, at modellen ikke kan anvendes i en lang række reelle erhvervssituationer. De peger på, at reglerne f.eks. ikke kan anvendes, hvis årsrapporten ikke indeholder alle nødvendige oplysninger, herunder omsætningstal, der ellers er centrale for den skematiske beregning. Sådanne situationer risikerer at underminere hele modellens anvendelighed og skabe uforudsigelige barrierer.

Særligt blandt mindre og mellemstore virksomheder kan der opstå praktiske vanskeligheder, da ikke alle vælger at aflægge årsregnskaber efter fuld offentliggørelse. F.eks. er nettoomsætning ikke et obligatorisk oplysningskrav for virksomheder i regnskabsklasse B. Hvis denne oplysning ikke foreligger, kan den skematiske værdiansættelsesmodel ikke anvendes, hvilket i praksis udelukker mange små eller mellemstore virksomheder fra den lovfæstede metode, til trods for at det netop er disse virksomheder, der i høj grad har efterspurgt forudsigelighed og enkelhed i generationsskiftesituationer. Derudover indebærer reglerne om afgiftspligt ved overdragelse mellem nærtstående, at forskelle i den faktiske og skematiske værdi kan få konkrete skattemæssige konsekvenser. I situationer hvor den skematiske værdiansættelsesmodel ikke kan anvendes f.eks. som ved manglende regnskabsoplysninger, skal der ske en konkret værdiansættelse, som typisk vil være dyrere og mere tidskrævende, og måske udløse en højere afgift (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Til dette har

Skatteministeren svarede at selvom en virksomhed har valgt at anvende §32 i årsregnskabsloven, så kan den nye skematiske værdiansættelsesmodel stadig anvendes, hvis de faktorer der skal indgå i beregningen kan fremskaffes og anvendes hertil (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Det vil derfor i mange tilfælde kræve mere end selve årsrapporten for at kunne anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel.

Herudover fremhæver FSR, at der ikke er taget højde for tilfælde, hvor væsentlige hændelser indtræffer mellem balancedagen og selve overdragelsesdagen. Et eksempel herpå inkluderer kapitalforhøjelser, ekstraordinære udlodninger, eller indgåelse af nye, betydelige kontrakter. Hvis sådanne hændelser ikke kan integreres i modellen på en forudsigelig og retfærdig måde, skabes der risiko for, at de skematiske værdier ikke reflekterer de faktiske forhold – eller at skattemyndighederne afviser modellen. Til dette argumenterer skatteministeren med at netop her skal de indsatte reguleringer i loven anvendes, så forhold der er sket efter årsregnskabs udløb men inden generationsskiftet, kan medtages. Dette er meningen med reguleringerne, som ikke nødvendigvis er et udtryk for at der er fejl i årsrapporten, men at der er sket væsentlige ændringer efter årsrapportens afslutning (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Der er desuden ikke en tydelig standard for, hvordan reguleringerne til f.eks. resultat, egenkapital og goodwill skal gennemføres i praksis. Den nuværende vejledning angiver nogle eksempler, men det er uklart, hvordan virksomheder skal forholde sig til ikke standardiserede aktiver, herunder udviklingsprojekter, immaterielle aktiver under frembringelse eller særlige regnskabstekniske dispositioner. Det kan betyde, at modellen i praksis ender med at være mindre anvendelig, end dens teoretiske enkelhed tilsiger. Et konkret eksempel er virksomheder med leasingaktiver og IFRS-regnskaber. Hvis regnskabet inkluderer store IFRS-justeringer, herunder leasingforpligtelser eller dagsværdireguleringer, skal disse da fjernes fra opgørelsen? Eller skal værdierne indgå? Fraværet af klare retningslinjer i sådanne tilfælde gør det svært for både revisor og virksomhed at anvende modellen uden risiko for efterfølgende uenighed med skattemyndighederne (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Opsummerende viser disse problematikker, at den praktiske anvendelighed af den skematiske værdiansættelsesmodel er betinget af en lang række tekniske og dokumentationsmæssige faktorer. Hvis disse ikke præciseres eller justeres, kan det i praksis føre til en betydelig afgrænsning af målgruppen for modellen. Det vil være uhensigtsmæssigt, da modellen er designet netop for at sikre bredere adgang til en standardiseret og gennemskuelig værdiansættelsesmetode.

Derfor bør lovgiver, eventuelt gennem skattemyndighederne eller Erhvervsstyrelsen, udarbejde en detaljeret vejledning med operationelle eksempler og konkrete regneeksempler, som illustrerer anvendelsen af modellen i forskellige situationer. En sådan vejledning vil kunne give virksomheder og rådgivere et sikkert grundlag for at anvende modellen og mindske behovet for at søge bindende svar. Det vil i sidste ende øge modellens effektivitet og realisere formålet om en retssikker og administrativt enkel metode. Skatteministeren lover i høringssvarene at i Aftale om et stærkere erhvervsliv, er der sat penge af til at skattemyndighederne kan udarbejde en vejledning der er målrettet generationsskifte i små og mellemstore familievirksomheder i 2025 (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Dette vil forhåbentlig give en forståelse og hjælp til de små og mellemstore virksomheder til at anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel korrekt og de derfor ikke har behov for at skulle søge et bindende svar grundet en retssikkerhed.

8.5 Forholdet til tidligere praksis og fortolkning

Et andet vigtigt aspekt af implementeringen af Lov nr. 369 af 09/04/2025 er, hvordan den nye lov harmonerer med tidligere praksis – særligt set i lyset af tidligere lovinitiativer som L183 og gældende cirkulærer og vejledninger fra skattemyndighederne. I høringssvarene fremgår det tydeligt, at flere aktører ønsker kontinuitet og klarhed i overgangsfasen mellem tidligere og ny regulering (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

FSR rejser eksplicit spørgsmålet om, hvorvidt tidligere bindende svar, afgørelser og administrative fortolkninger, der blev afgivet i medfør af L183 og de tilhørende TSS-cirkulærer 2000-09 og 2000-10, fortsat kan anvendes som støtte for tolkning af de nye regler. Dette spørgsmål er særligt relevant, da mange generationsskifter er langsigtede og bygger på flere års planlægning, hvor tidligere praksis ofte har været en forudsætning for beslutningstagning. Uden en klar retsstilling risikerer virksomheder og rådgivere, at deres allerede trufne dispositioner kommer i klemme, hvis skattemyndighederne ikke længere anerkender tidligere anvendte metoder og principper. I høringssvarene fra skatteministeren bekræftes det at den nye skematiske værdiansættelsesmodel skal erstatte de gældende TSS-cirkulærer fremadrettet (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). Nærmere kommer skatteministeren ikke ind på, hvordan dette skal ske. Advokat Michael Serup har i sit høringssvar anbefalet, at der udarbejdes en særskilt vejledning – eller et bilag til lovbemærkningerne – som eksplicit angiver, hvilke dele af tidligere praksis der videreføres, og hvilke der ophører med den nye lov. En sådan vejledning kunne være afgørende for at sikre retsklarhed og tillid til skattemyndighedernes konsistens og kontinuitet (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Et andet centralt punkt er, hvordan de nye regler skal fortolkes i forhold til allerede igangsatte generationsskifter. Hvis en virksomhed f.eks. har indledt planlægning under den gamle ordning, men først gennemfører overdragelsen efter ikrafttrædelsen af Lov nr. 369 af 09/04/2025, er det uklart, hvilke regler der gælder. Flere høringsparter, herunder FSR og Dansk Erhverv, opfordrer til, at der fastlægges overgangsregler, som sikrer, at igangværende sager behandles med respekt for tidligere gældende retsgrundlag. Skatteministeren har i høringssvarene anerkendt, at de tidligere TSS-cirkulærer ophæves fremadrettet, men har ikke yderligere konkretiseret, hvordan det vil påvirke igangværende sager eller hvilke elementer af tidligere praksis, der kan videreføres (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Endelig fremhæver flere aktører nødvendigheden af en forvaltningsmæssig overgangspraksis, hvor skattemyndighederne i de første år efter ikrafttrædelsen anlægger en lempelig og vejledende fortolkning af BAL §12a. Dette vil være med til at sikre, at skatteydere ikke i overgangsfasen pålægges uforholdsmæssige krav eller skønsmæssige justeringer, som først senere fastlægges i praksis (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

8.6 Skattemæssige konsekvenser for køber og sælger ved generationsskifte.

Et generationsskifte rummer ikke blot juridiske og økonomiske aspekter, men også menneskelige og strategiske overvejelser. Lov nr. 369 af 09/04/2025 har ændret spillereglerne for begge parter, hvorfor det er væsentligt at se på, hvordan den nye skematiske værdiansættelsesmodel påvirker både køber og sælger skattemæssigt. Modellen er tiltænkt som et redskab, som skal skabe forudsigelighed og mindske konflikter, men den har alligevel forskellige fordele og ulemper, afhængig af hvilken part man ser betragtningen fra.

8.6.1 Sælgers skattemæssige perspektiv

For sælgeren, handler et generationsskifte ikke kun om at sikre virksomhedens videreførelse, men også om at opnå en rimelig økonomisk kompensation og en værdig tilbagetrækning. Lov nr. 369 af 09/04/2025 medfører, at sælgeren kan anvende en skematisk værdiansættelsesmodel, der sikrer retskrav på anvendelsen og dermed kan være med til at mindske risikoen for skattemæssige uoverensstemmelser (Stoklund, 2025).

For sælgers perspektiv, da kan den skematiske værdiansættelsesmodel medføre en mere objektiv og forudsigelig fastsættelse af handelsværdien. Dog vil den skematiske værdiansættelsesmodel i visse tilfælde undervurdere virksomhedens reelle handelsværdi, især

hvis virksomheden har høj vækst, hvorfor det for sælger opleves som en økonomiske ulempe, at der ikke bliver taget højde for virksomhedens fulde potentiale og dermed handles til en lavere værdi end den reelle handelsværdi (Skatteministeriet, 2021).

Derudover har sælger en stor rolle, idet er nøglepersonen i virksomheden, hvilket som regel ikke værdiansættes direkte i den skematiske værdiansættelsesmodel. Der kan være en risiko for, at værdien af sælgers ledelsesmæssige og operationelle knowhow ikke afspejles korrekt i beregningen af goodwill, hvilket sælger kan opfatte som en undervurdering, hvorfor nogle sælgere vælger en overgangsperiode med et delvist ejerskab eller en aftale med en konsulent, der kompenserer for denne viden, der ikke bliver prissat (Den juridiske vejledning C.B.2.1.3.2.3, 2025).

Sælger skal derudover også forholde sig til købers økonomiske kapacitet. Et generationsskifte sker typisk til næste generation eller nogle interne nøglepersoner, hvorfor køber ikke altid kan betale prisen kontant. Den skematiske værdiansættelsesmodel kan her virke som et kompromis, hvor prisen sænkes i forhold til fri markedsværdi, men samtidig gøres handlen mulig. Dette kan dog kollidere med sælgers ønske om at realisere en maksimal værdi (Skatteudvalget, 2024).

Endelig kan reglerne have en indirekte skattemæssig virkning ved at påvirke incitamenterne til at overdrage på bestemte tidspunkter eller til bestemte modtagere. Hvis skatteyderne vurderer, at modellen er gunstig i bestemte år eller ved bestemte konjunkturer, kan det medføre en koncentration af generationsskifter, der påvirker både statens provenu og virksomheders strategiske dispositioner (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

8.6.2 Købers skattemæssige perspektiv

For køberen i et generationsskifte, som primært er et familiemedlem eller en ledende medarbejder, da indebærer et generationsskifte både en stor mulighed, men også en betydelig forpligtigelse. Lov nr. 369 af 09/04/2025 og indførelsen af den skematiske værdiansættelsesmodel har i høj grad tilgodeset købers behov for forudsigelighed og mulighed for planlægning (Stoklund, 2025). Det handler ikke kun for køber om at kunne overtage virksomheden uden at få en økonomisk belastning, men også om at virksomheden kan videredrive fremadrettet.

Den skematiske værdiansættelsesmodel, er med til at sikre at køber ved, hvad virksomheden vil koste afgiftsmæssigt, hvorfor det er med til at mindske risikoen for efterfølgende komplikationer med skattemyndighederne, hvorfor det muliggør for køber at planlægge

finansiering på mere fordelagtige vilkår (Skatteministeriet, 2021). En central ting, for køber er overførsel af ledelsesmæssige knowhow.

8.7 Rådgiverens rolle ved generationsskifte

I et generationsskifte er rådgiveren typisk en revisor, advokat eller skatteekspert, som spiller en stor rolle i at sikre en fair handel for begge parter. Rådgiveren skal typisk:

1. Udarbejde værdiansættelser via passende modeller, herunder DCF-modellen, skematisk mv.
2. Vurdere købers betalingsevne samt en anbefaling af en realistisk finansieringsstruktur.
3. Sikre en korrekt anvendelse af succession og nedsat gaveafgift.
4. Foreslå aftaler om overgangsordninger og formalisering af knowhow-overførsel.
5. Sikre at handlen accepteres af skattemyndighederne.

Dog bliver rådgiverens rolle markant udfordret og ændret med den nye Lov nr. 369 af 09/04/2025, da rådgiverens funktion skifter fra at være fortolkende og forhandlende til at blive en rolle, hvor der er mere fokus på det tekniske, juridiske og kontrollerende.

Tidligere havde rådgiveren stor frihed for at fastlægge virksomhedens handelsværdi ud fra skønsbaserede modeller, herunder DCF-modellen, multipler mv., hvorfor dette gav mulighed for plads til en fleksibilitet og tilpasning for rådgiveren (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Med Lov nr. 369 af 09/04/2025 indføres et retskrav på en skematisk værdiansættelsesmodel, der er baseret på tidligere års regnskabstal (Lov nr 369 af 09/04/2025, 2025). Dette betyder at skattemyndighederne ikke må tilsidesætte en korrekt anvendt skematisk beregning samt at rådgiveren skal sikre korrekt anvendelse af modellen og dens forudsætninger, hvorfor udfordringen opstår, idet rådgiveren nu ikke kan argumentere sig til en højere eller lavere værdi, men kun sikre et korrekt metodebrug (EY Danmark, 2024).

Derudover havde rådgiveren også tidligere mulighed for at arbejde aktivt med at maksimere værdiansættelsen for sælger, herunder ved at for eksempel at fremhæve vækstpotentialer eller anvende bestemte modeller. Nu hvor skematikken er låst til historiske data, da har rådgiveren færre muligheder for at påvirke prisen (Bachmann/Partners Advokatpartnerselskab, 2023).

Selvom modellen er skematisk, er den ikke altid anvendelig og brugbar, herunder hvis virksomheden er nystartet, hvis afkast ikke er realiseret endnu eller hvis ejerskab eller drift er atypisk struktureret, hvorfor rådgiveren må foretage en vurdering, om det er bedre at bruge

markedsværdiberegning i stedet samt forklare fordele og ulemper ved at fravælge den skematiske værdiansættelsesmodel, med risiko for skattemyndighedernes uenighed. Her kommer rådgiveren til at stå og balancere mellem rådgivning samt ansvar: Skal virksomheden gå med modellen og få tryghed eller skal virksomheden vælge frihed og risikere modstand?

8.8 Udvidelse af nærtstående og neutralitet i generationsskifte

En væsentlig problemstilling i relation til Lov nr. 369 af 09/04/2025 er spørgsmålet om, hvem der kan anses som nærtstående i afgiftsmæssig forstand. Dette har både praktiske og retssikkerhedsmæssige konsekvenser, da retskredsen direkte påvirker, hvilke overdragelser der kan ske med nedsat gave- eller boafgift.

Loven medfører en vis udvidelse, idet søskende fra 2027 bliver omfattet af personkredsen, der kan gennemføre generationsskifte med lempelig afgift. Dette er et fremskridt i forhold til tidligere regler og bliver i høringssvarene fra blandt andre FSR, anset som værende positivt. Dog fremhæver FSR, at denne ændring ikke går langt nok, idet den fortsat udelukker en række nære familiemedlemmer, som i praksis ofte er involveret i et generationsskifte. F.eks., hvis overdragelser til søskendes børn eller til samleveres børn, som i mange tilfælde indgår aktivt i driften eller ledelsen af familievirksomheder. FSR påpeger, at eksklusionen af disse grupper skaber en ulogisk skævvridning, hvor retligt fjernt stående, men reelt tæt involverede personer, behandles mindre fordelagtigt end f.eks. biologiske børn, der ikke nødvendigvis har tilknytning til virksomheden. Dette strider mod det skatteretlige ligheds- og neutralitetsprincip og kan føre til både økonomisk ineffektivitet og retssikkerhedsmæssige problemer (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

FSR foreslår derfor, at kredsen af nærtstående udvides til at inkludere søskendes børn og andre familiemedlemmer, når det kan dokumenteres, at de har haft væsentlig tilknytning til virksomheden. Alternativt foreslås det, at der gives mulighed for dispensation i særlige tilfælde, f.eks. ved dokumenteret flerårigt engagement i virksomheden (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Dansk Industri har i sit høringssvar bakket op om denne kritik og fremhævet, at reglerne skal tage højde for de mangeartede familieformer og ejerstrukturer, som præger moderne familievirksomheder. I deres optik bør reglerne ikke alene baseres på civilretslig familieret, men også på virksomhedens faktiske ejer- og ledelsesforhold. Dette perspektiv understøtter behovet for en mere fleksibel fortolkning af begrebet nærtstående i skattemæssig henseende (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

Derudover er det vigtigt at bemærke, at forskelsbehandlingen af nære familiemedlemmer kan få utilsigtede konsekvenser. Hvis enkelte familiemedlemmer ikke kan overtage virksomheden uden at udløse en væsentlig gaveafgift, kan det tvinge virksomheden til at blive solgt til tredjemand i stedet for at blive i familiens eje. Dette kan underminere ønsket om at bevare danske familieejede virksomheder på længere sigt (Skatteministeriet & Stoklund, 2025).

8.9 Sammenfatning af diskussion

Sammenfattende viser diskussionen omhandlende Lov nr. 369 af 09/04/2025, at intentionerne bag loven nyder bred opbakning fra både faglige og erhvervsmæssige aktører. Der er enighed om behovet for øget retssikkerhed, forudsigelighed og forenkling ved generationsskifte. Den skematiske værdiansættelsesmodel udgør et væsentligt skridt i retning af et mere objektivt og administrativt håndterbart værdiansættelsessystem.

Alligevel fremstår det tydeligt, at lovens konkrete udformning og implementering rejser en række praktiske, retlige og skattemæssige udfordringer. Det gælder især de tilfælde, hvor adgang til myndighedsskøn, uklare undtagelser og tekniske afgrænsninger skaber usikkerhed om modellens anvendelsesområde. Derudover er det afgørende, at overgangsregler og forholdet til tidligere praksis afklares, så virksomheder ikke står uden vejledning i konkrete situationer.

Flere høringssvar har bidraget med konstruktive forslag til forbedringer, herunder tydeligere afgrænsning af skattemyndighedernes adgang til reguleringer, udvidelse af personkredsen for nærtstående og etablering af en vejledningspraksis, der kan sikre ensartet anvendelse. Desuden peges der på behovet for en evaluering af modellens anvendelighed efter en kortere årrække, hvor erfaringer fra praksis kan danne grundlag for eventuelle justeringer.

En væsentlig del af diskussionen har også belyst de økonomiske og strategiske overvejelser hos både køber og sælger. For sælger kan modellen betyde lavere handelsværdi end markedsniveauet, hvilket potentielt påvirker incitament til overdragelse. Omvendt kan den for køber være en fordel i form af en fast lav værdiansættelse, der letter finansieringen og minimerer risikoen for efterfølgende skattemæssige ændringer. Denne asymmetri mellem parterne understreger behovet for fleksibilitet i værdiansættelsen, og for at den skematiske værdiansættelsesmodel netop forbliver et tilbud. Der er ligeledes opstået spørgsmål om, hvorvidt modellen i tilstrækkelig grad tager højde for immaterielle aktiver og virksomhedens individuelle karakteristika, herunder knowhow eller kundeforhold, hvilket er afgørende for, om den reelt understøtter formålet om rimelig og afbalanceret generationsskifte.

Loven er dermed ikke en endestation, men et første skridt i en ny retning. For at Lov nr. 369 af 09/04/2025 kan opfylde sit fulde potentiale, kræver det, at både lovgiver og skattemyndigheder følger udviklingen tæt og er villige til at tilpasse modellen, hvor det viser sig nødvendigt. Retskravet bør fastholdes og styrkes, og samtidig må praksis omkring anvendelsen udvikles med udgangspunkt i proportionalitet, så den understøtter skattemæssig forudsigelighed ved et generationsskifte.

9. Konklusion

Formålet med denne opgave har været at undersøge og analysere de skattemæssige konsekvenser ved værdiansættelse af selskaber ved generationsskifte – med særligt fokus på konsekvenserne af lovændringen Lov nr. 369 af 09/04/2025, som trådte i kraft i 09.april 2025. Vi har beregnet og analyseret på hvordan værdiansættelserne bliver ud fra vores tre virksomheder, og set på hvilke fordele og begrænsninger den nye skematiske værdiansættelsesmodel har. Derudover har vi set på de problemstillinger og udfordringer man ser inden ibrugtagning af loven, samt hvilke løsninger og konsekvenser man forventer af disse.

Et væsentligt formål med den nye lovgivning har været at finde frem til hvordan virksomhederne kan sikres beregnelighed og forudsigelighed ved værdiansættelse af deres virksomheder, da dette tidligere har været en udfordring. Ekspertgruppen har dog fundet frem til at det ikke er muligt at lave en værdiansættelsesmodel der både er skematisk og nødvendigvis vil give den rette handelsværdi, da alle virksomhedernes forskellighed ikke kan rummes i en skematisk værdiansættelsesmodel. Derfor har der været meget diskussion om, hvorvidt der skulle være et retskrav på at anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Der er med Lov nr. 369 09/04/2025 indført et retskrav på at anvende denne værdiansættelsesmodel, hvis man lever op til kravene herfor, med den begrundelse at det er vigtigere at værdiansættelsen er beregnelig og forudsigelig for både sælger og køber, end at værdiansættelsen er helt korrekt. Hermed kan det konkluderes at dette har været hensigten med den nye lov.

Et andet centralt resultat af opgaven er, at der er en betydelig metodemæssig uklarhed omkring, hvordan handelsværdien bør fastsættes i praksis. Med vores analyse har vi set på hvordan de forskellige værdiansættelsesmodeller værdiansætter tre virksomheder med forskellige udviklingstendenser, og på hvor følsomme modellerne er. Analysen har taget afsæt i en teoretisk og praktisk gennemgang af de centrale værdiansættelsesmodeller, herunder TSS-cirkulærer modellerne, DCF-modellen og den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Herved har vi

medtaget to skematiske modeller og den mere skønsbaserede DCF-model. De skematiske modeller skal bidrage til, at virksomheder kan planlægge overdragelser uden risiko for efterfølgende justeringer af værdier og afgifter, og dermed sikre beregnelighed og forudsigelighed.

Det har vist sig, at TSS-cirkulærerne i rapporten fra ekspertgruppens analyse, har en tendens til at undervurdere virksomhedernes værdier med et gennemsnit på 67% af de faktiske handelsværdier. Grunden til dette er at TSS-cirkulæremodellerne tager udgangspunkt i historiske tal, mens der i handelsaftalen fra købers side ses på de fremtidige muligheder og risikoen hermed. Vi kan ud fra vores analyse konkludere, at vi ser samme tendens i vores værdiansættelser ud fra TSS-cirkulærerne, hvor virksomhederne her får den laveste værdiansættelse af de tre modeller.

Kun i vores sammenligningsvirksomhed 2 (turnaround) bliver værdiansættelsen efter TSS-cirkulærerne højere end ved den nye skematiske værdiansættelsesmodel. Dette fastslår at hvis der længere tilbage end 3 år af regnskabsperioden har været betydeligere eller negative resultater, vil disse først blive væsentlige og betyde noget ved værdiansættelse med den nye skematiske værdiansættelsesmodel, da den medtager en periode på 5 år. Dette viser en svaghed i den nye skematiske værdiansættelsesmodel, hvis de historiske data ikke nødvendigvis er retvisende for virksomhedens fremtidige situation, og herved undervurderer værdiansættelsen, hvis udviklingstendens og de fremtidige forventninger holder. Derimod er det en styrke at de negative resultater medtages, hvis de fremtidige resultater er usikre og virksomheden har tendens til svingende resultater.

Vores analyse af den nye skematiske værdiansættelsesmodel viser at værdiansættelserne lægger sig mellem værdiansættelserne for TSS-cirkulærerne og DCF-modellen, undtagen i den ovenstående beskrevne situation. Det kan hermed konkluderes at vores analyse lægger sig op ad forventningerne til den nye skematiske værdiansættelsesmodel. I den nye model er der indbygget en beregningsmodel til beregning af levetiden for goodwill, hvilket medfører en større variation på anvendte levetider for de enkelte virksomheders specifikke forhold, hvilket vi også har set i vores analyse. Dette er nødvendigvis ikke den korrekte levetid, men den er mere retvisende for den specifikke virksomhed end en standard levetid. Der er i Lov nr. 369 af 09/04/2025 indført en maksimal levetid på 15 år, hvilket vi kan konkludere med vores analyse giver en begrænsning i værdiansættelsen af virksomhederne. Især sammenligningsvirksomhed 1 (vækst) mærker konsekvensen og får ikke en yderligere belønning i form af en højere kapitaliseringsfaktor, da de allerede har nået den maksimale levetid på 15 år. Deres

værdiansættelse er låst af modellen, og derfor vil DCF-modellen være et alternativ til en værdiansættelse. Da ekspertgruppen har anbefalet en maksimal levetid på 23 år, kunne det være interessant fremadrettet at se hvor mange der kunne have opnået en højere værdiansættelse på denne baggrund.

DCF-modellen anses ofte som den mest præcise og anvendte metode i professionelle sammenhænge, idet den tillader en fremtidsorienteret vurdering af virksomhedens indtjeningsevne. I vores analyse giver DCF-modellen markant højere værdier i alle tre virksomhedstyper, da de alle har positive forventninger i deres budgetter i forskellig grad. Dette kan være problematisk hvis disse forudsætninger ikke holder, og værdiansættelsen vil være anderledes. Det blev samtidig tydeliggjort, at modellen bygger på en række skønsmæssige forudsætninger om blandt andet vækst, afkastkrav og pengestrømme, som kan være vanskelige at fastslå med sikkerhed, og som derfor også kan udfordres af skattemyndighederne, hvorfor dette stiller betydelige krav til dokumentation. Ud fra vores følsomhedsanalyser af DCF-modellen, kan vi konkludere at denne model er meget følsom overfor små reguleringer af WACC og omsætningsvæksten, hvilket viser at modellen er meget manipulerbar. En værdiansættelse efter denne model, kan derfor ses som et udtryk for den maksimale værdi, nærmere end selve handelsværdien.

Det er indledningsvist fastslået at, lovens grundlæggende formål er at øge retssikkerheden for skatteyderne og fremme forudsigelighed. Dette søges opnået igennem anvendelse af objektive værdiansættelser, som bygger på regnskabsmæssige data frem for subjektive skøn. Der har været en del uenighed om at der skal være et retskrav på at anvende den nye skematiske værdiansættelsesmodel, samt en diskussion om hvorvidt der skal være undtagelser til dette retskrav. Flertallet i ekspertgruppen er af den opfattelse, at alle i stedet for et retskrav, skal have ret til individuelle værdiansættelser, der skal afspejle handelsværdien. De vil i stedet fokusere på mere vejledning i forbindelse med værdiansættelse, og herved øge retssikkerheden. Retskravet er med den nye lov nr. 369 af 09/04/2025 blevet vedtaget og indført for at sikre retssikkerhed og forudsigelighed, hvilket fastslår at dette er prioriteret, fremfor nødvendigvis den rigtige handelsværdi.

I beregningerne med den nye skematiske værdiansættelsesmodel, er der indført mulighed for reguleringer, hvilket anses som en åbning for subjektive vurderinger og en risiko for, at den nye model vender tilbage til en skønsmæssig metode, hvor man igen skal bevise at skattemyndighedernes værdiansættelse er forkert. Disse eventuelle afvigelser mener man vil genskabe usikkerhed, og trods et retskrav, frygter man at det vil kunne skræmme nogle væk fra

at bruge den nye skematiske værdiansættelsesmodel, hvis skattemyndighederne alligevel kan betvivle resultatet. Det er netop i denne kontekst, at skærperne med Lov nr. 369 af 09/04/2025 har givet anledning til betydelig kritik blandt praktikere og erhvervsorganisationer. Skattemyndighedernes beføjelse til at tilsidesætte værdiansættelsen i tilfælde af utilstrækkelig dokumentation betyder, at parterne risikerer efteropkrævning, rentetillæg og evt. sanktioner i forbindelse med generationsskifte, også selv om de har handlet i god tro. Derfor vil disse mulige reguleringer, kræve klare grænser for skattemyndighedernes skøn, hvor der ikke er mulighed for brede undtagelser og fortolkninger. Vi kan dermed konkludere at konsekvenserne for retssikkerheden ikke kun afhænger af selve værdiansættelsesmodellen, men også af hvordan myndighederne håndterer og behandler værdiansættelser efter denne.

Den praktiske anvendelighed af den nye skematiske værdiansættelsesmodel har ligeledes været diskuteret da denne model, ligesom de andre modeller, kræver en række tekniske og dokumentationsmæssige faktorer. Disse skal præciseres med vejledning, så det ikke afskærmer nogle fra at anvende modellen, men sikre et grundlag for en standardiseret og gennemskuelig værdiansættelsesmodel, som modellen var tiltænkt. Konsekvensen kan ellers blive at der stadig er et behov for at søge et bindende svar på værdiansættelsen. Skattemyndighederne har et mål om at udarbejde sådan en vejledning, hvilket virksomhederne må afvente, så man kan sikre en mere korrekt og retsikker anvendelse af den nye skematiske værdiansættelsesmodel.

Et generationsskifte har konsekvenser for både køber og sælger. For sælgeren, ofte virksomhedens stifter eller ældre ejer, er generationsskiftet en kulmination på mange års arbejde og engagement. For køberen, oftest et barn eller nærtstående familiemedlem, er generationsskiftet både en mulighed og en økonomisk forpligtelse. En værdiansættelse efter den nye skematiske værdiansættelsesmodel kan i sådan et generationsskifte godt være et udtryk for den sande handelspris, selvom værdi her ofte er undervurderet. Det vil være normalt at overdrage virksomheden til en realistisk men ikke alt for høj værdi, når det omhandler et generationsskifte mellem nærtstående. Vi kan konkludere at den nye værdiansættelsesmodel tilgodeser deres behov for forudsigelighed og planlægning da afgiftsgrundlaget vil være kendt inden overdragelsen.

Med indførsel af den nye skematiske værdiansættelsesmodel vil det også få konsekvenser for rådgiverens rolle ved et generationsskifte. Rådgiverens opgave vil flytte sig fra de skønsbaserede modeller til den skematiske værdiansættelsesmodel. Det betyder at i stedet for at arbejde med at fortolke og forhandle skal rådgiveren sørge for korrekt anvendelse af modellen, og der ikke mulighed for at påvirke værdiansættelsen. I de tilfælde hvor den nye

skematiske værdiansættelsesmodel ikke er den eneste brugbare løsning, bliver det rådgiverens opgave at vejlede og vurdere fordele og ulemper ved den skematiske værdiansættelsesmodels tryghed eller det er bedre med frie rammer og risikere uenighed i værdiansættelsen fra skattemyndighederne.

Afslutningsvis ses det med vores opgave, at der i fremtiden er behov for en politisk og administrativ refleksion over konsekvenserne af Lov nr. 369 af 09/04/2025, da vi ikke på nuværende tidspunkt kan se, hvad de reelle skattemæssige konsekvenser bliver med indførslen af loven. Indførslen er et skridt i den rigtige retning mod en mere forudsigelig og beregnelig værdiansættelse, der med den rette vejledning vil mindske usikkerheden, og gøre det muligt at gennemføre et succesfuldt generationsskifte.

10. Perspektivering

Generationsskifte i danske selskaber er ikke alene en privat eller økonomisk begivenhed – det er en strukturel begivenhed, der har betydelig betydning for erhvervslivets sammensætning, lokalområdets udvikling og den samlede samfundsøkonomi. Denne opgave har vist, hvordan ændringen i værdiansættelsespraksis ved familieoverdragelser – særligt som følge af Lov nr. 369 af 09/04/2025 – har flyttet balancen mellem skattemæssig kontrol og skatteydernes retssikkerhed (Skatteministeriet & Stoklund, 2025). I dette afsluttende perspektiverende afsnit rettes blikket mod de videre implikationer og udviklingsmuligheder på området, både i praksis og i forhold til fremtidig regulering og forskning.

Først og fremmest kalder den nuværende udvikling på en politisk og administrativ overvejelse omkring formålet med skattereguleringen af generationsskifter. Hvor den tidligere praksis gav mulighed for et vis handlerum og en pragmatisk tilgang, har den nye lovgivning indført en strengere retstilstand, hvor fokus er på dokumentation af handelsværdi som om overdragelsen skete til tredjemand (Den juridiske vejledning C.B.2.1.4.5.1, 2025). Det kan virke uhensigtsmæssigt, da nærtstående overdragelser netop ofte sker på andre vilkår end rene markedsbetingelser, og fordi intentionen i mange tilfælde ikke er skatteunddragelse, men at sikre virksomhedens fortsatte drift og overlevelse.

Et væsentligt perspektiv er derfor spørgsmålet om proportionalitet og differentiering i skattereglerne. I hvilken grad bør der være forskel på reglerne afhængigt af virksomhedens størrelse, branche, ejerstruktur eller geografiske placering? Det kunne overvejes, om man i fremtiden burde indføre en mere differentieret model, hvor mindre virksomheder under visse

betingelser fritages for de mest byrdefulde dokumentationskrav f.eks. hvis overdragelsen sker inden for familien og virksomheden fortsat drives i mindst 5 år efter overdragelsen (Deloitte, 2024). Et sådant loyalitetskriterium kunne mindske incitamentet til omgåelse, samtidig med at generationsskifte lettes i praksis.

Et andet vigtigt perspektiv, som opgaven har fremhævet, er den manglende vejledning og retspraksis på området. Der eksisterer en betydelig usikkerhed blandt rådgivere og virksomhedsejere om, hvordan skattemyndighederne konkret vurderer værdiansættelsen i praksis. Det gælder især brugen af DCF-modellen, hvor der endnu ikke er offentliggjort afgørelser, der klart anviser, hvilke forudsætninger og modeller, der accepteres (PWC, 2021). Dette peger på behovet for en større transparens fra skattemyndighedernes side, eventuelt i form af vejledninger, standardskemaer eller bindende svar som kan styrke skatteydernes retssikkerhed og understøtte korrekt praksis (Stoklund, 2025).

På den samfundsøkonomiske front er perspektiverne betydelige. Hvis generationsskifter bliver for komplekse eller usikre, risikerer man, at virksomheder ikke overlever ejerskiftet, men tværtimod kan risikere at de sælges til aktører uden for familien, ofte med kortsigtede investeringshorisonter, eller at de lukkes ned (Regeringen, 2022). Dette påvirker samfundet og lokalområderne rundt i Danmark i form af at det kan føre til tab af arbejdspladser, viden, lokal forankring og innovation. Danmark har traditionelt haft et stærkt segment af små eller mellemstore virksomheder, og netop dette segment er mest følsomt over for de ændringer, der er sket med Lov nr. 369 af 09/04/2025 (SMV Danmark, 2022). Det bør derfor overvejes, hvordan staten og erhvervsorganisationer bedst understøtter disse virksomheders mulighed for at planlægge og gennemføre ejerskifte, herunder ved at styrke informationsmateriale, rådgivningstilbud og adgang til finansiering.

Et relevant fremtidigt forskningsområde kunne være en kvantitativ analyse af konsekvenserne af Lov nr. 369 af 09/04/2025, f.eks. ved at undersøge antallet af gennemførte generationsskifter før og efter lovens ikrafttræden, herunder hvorvidt flere virksomheder fravælger familieoverdragelse og i stedet sælger til eksterne aktører (KPMG, u.d.). En sådan undersøgelse kunne kvalificere debatten om lovens effekt og være med til at informere eventuelle justeringer af reglerne. Derudover kunne det være relevant at inddrage et komparativt perspektiv, hvor man undersøger, hvordan andre lande regulerer værdiansættelse ved familieoverdragelser f.eks. Sverige eller Tyskland, for at vurdere, om der findes mere balancerede eller effektive modeller der kan gøres brug af.

Set i relation til digitalisering og globalisering er den nye generation har ledere typisk en anden tilgang til teknologi, bæredygtighed og globalisering. Digitalisering og globalisering har efterhånden et stort præg i erhvervslivet. Den yngre generation, der overtager familieejede virksomheder, har en helt anden forståelse af teknologien og det internationale udsyn og vil derfor tænke et generationsskifte helt anderledes end den ældre generation. Ved at den yngre generation skal overtage virksomheder, kan det give en anden tilgang til et generationsskifte (KPMG Family Business Services, u.d.). Det kan give mulighed for at gentænke problematikkerne ved værdiansættelsesmodellerne.

Et sidste perspektiv knytter sig til generationsskiftets betydning i en bredere samfundsmæssig kontekst. Med klimaforandringer og øget global konkurrence er det afgørende, at Danmark fastholder og udvikler et stærkt erhvervsliv. Her spiller familieejede virksomheder en nøglerolle, ikke blot som økonomiske enheder, men som kulturbærere, lokale arbejdsgivere og samfundsstøtter. Hvis rammerne for ejerskifte ikke understøtter kontinuitet og fornyelse, risikerer man at svække det samlede erhvervsfundament. Et velfungerende generationsskifte er derfor ikke blot en teknisk disciplin, men også en samfundsmæssig nødvendighed.

Sammenfattende viser perspektiveringen, at lovændringen med Lov nr. 369 af 09/04/2025 har haft vidtrækkende konsekvenser, der rækker langt ud over det rent skattemæssige. Opgaven har vist, hvordan usikkerheden i værdiansættelsen har skabt nye udfordringer for køber, sælger og rådgivere, og hvordan der er behov for større klarhed, retssikkerhed og differentiering. Fremtiden vil kræve både politisk opmærksomhed, administrativ udvikling og videnskabelig opfølgning for at sikre, at generationsskifte i danske selskaber fortsat er muligt på en måde, som er økonomisk ansvarlig, juridisk holdbar og samfundsmæssigt bæredygtig.

11. Litteraturliste

- Aktieavancebeskatningsloven. (2021). *LBK nr 172 af 29/01/2021 - Bekendtgørelse af lov om den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved afståelse af aktier m.v.* retsinformation.dk. Hentet 1. maj 2025 fra <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2021/172#P34>.
- Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2019). *Vejledninger og systemvejledninger*. skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206>
- Bachmann/Partners Advokatpartnerselskab. (10. november 2023). *Skattenedsættelser på generationsskifte og retskrav på værdiansættelse af familieejede virksomheder*. Hentet 1. maj 2025 fra www.bachmann-partners.dk: <https://www.bachmann-partners.dk/skattenedsaettelser-paa-generationsskifte-og-retskrav-paa-vaerdiansaettelse-af-familieejede-virksomheder/>
- BDO. (8. april 2025). *Forbedring af generationsskiftemulighederne – lovforslaget er vedtaget i Folketinget*. Hentet 2. maj 2025 fra BDO.dk: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/skat-og-moms/skat-og-moms-2025/forbedring-af-generationsskiftemulighederne>
- Bille, J. K., Jensen, M. H., & Nielsen, R. M. (2015). *Omstrukturering : skatteregler i praksis* (2. udg.). Karnov Group.
- Boafgiftsloven. (§ 22). danskelove.dk. Hentet 1. maj 2025 fra <https://danskelove.dk/boafgiftsloven/22>
- CFI team. (u.d.). *DCF Analysis Pros & Cons*. Hentet 17. april 2025 fra corporatefinanceinstitute.com: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dcf-pros-and-cons/>
- Christiansen, B., & Christiansen, T. V. (9. januar 2018). *SKM2018.41.HR*. Hentet 13. april 2025 fra V.dk: <https://v.dk/skm/skm2018.41.hr/>
- Danmarks Statistik. (2025). Renter og bidrag marts 2025. dst.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/finansielle-markeder/renter-og-bidrag>
- DCF-modellen. (2019). skat.dk. Hentet 27. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>

Deloitte. (22. august 2024). *Overvejer du at generationsskifte?* Hentet 5. maj 2025 fra www.deloitte.com:

<https://www.deloitte.com/dk/en/services/tax/perspectives/overvejer-du-at-generationsskifte.html>

Den juridiske vejledning C.B.2.1.3.2.3. (2025). *Overdragelser mellem forældre og børn.* skat.dk. Hentet 1. maj 2024 fra

<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1946269&chk=219882>

Den juridiske vejledning C.B.2.1.4.5.1. (2025). *Værdiansættelse ved bo- og gaveafgiftsberegning ved generationsskifte af erhvervsvirksomheder, der opfylder betingelserne for at kunne overdrages med succession.* skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2249370>

Den juridiske vejledning C.C.6.4.1.2. (2025). *Værdiansættelse af goodwill. 1. udgave.* skat.dk. Hentet 13. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1948119>.

Den juridiske vejledning C.C.6.7.2. (2025). *Succession efter KSL § 33 C. 1. udgave.* skat.dk. Hentet 1. maj 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1948129>

Den juridiske vejledning C.D.11.6.4. (2025). *Hvordan værdiansættes immaterielle aktiver.* skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2232409>

Den juridiske vejledning C.E.3.3.4.3.4.2. (2025). *Hvordan opgøres, om et selskab er omfattet af pengetankreglen? 1. udgave.* skat.dk. Hentet 2. maj 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1847065>

Den juridiske vejledning C.J.2. (2025). *Grundlæggende værdiansættelsesmodeller. 1. udgave.* skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386867&chk=219882>

Den juridiske vejledning C.J.3.1.2. (2025). *Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). 1. udgave.* skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386877&vid=219882>

Den juridiske vejledning C.J.3.1.2.2. (2025). *Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav. 1. udgave.* skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882&chk=219882>

- Den juridiske vejledning C.J.6.2. (2025). *Formler. 1. udgave*. skat.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386894&chk=219882&lang=da>
- Eskildsen, T., & Bygholm, J. (21. august 2009). SKATs vejledning om værdiansættelse af 21. august 2009. *SR-skat : skatteinformation fra De Statsautoriserede Revisorer, Årg. 21, nr. 5 (2009)*, s. 250-256.
- EY Danmark. (11. juli 2024). *Ny skematisk værdiansættelsesmodel til generationsskifte*. Hentet 1. maj 2025 fra ey.com: https://www.ey.com/da_dk/insights/tax/ny-skematisk-vaerdiansaettelsesmodel-til-generationsskifte
- Folketinget, & Stoklund, R. (5. februar 2025). *L123 - 1. behandling den 05-02-2025*. Hentet fra ft.dk: <https://www.ft.dk/samling/20241/lovforslag/L123/BEH1-53/forhandling.htm>
- Hansen, L. L., Werlauff, E., & Petersen, L. L. (2022). *Den juridiske metode - en introduktion* (3. udg.). Djøf Forlag.
- Howitz, F., & Egelund, J. (2000). 2000-09: Værdiansættelse af aktier og anparter. Hentet 27. april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=82336>
- KPMG Family Business Services. (u.d.). *Et langsigtet perspektiv*. Hentet 5. maj 2025 fra kpmg.com: <https://kpmg.com/dk/da/home/services/revision/familieejede-virksomheder.html>
- KPMG. (u.d.). *How do family businesses keep the entrepreneurial spirit a live?* Hentet 5. maj 2025 fra kpmg.com: <https://kpmg.com/dk/en/home/insights/2022/05/the-regenerative-power-of-family-businesses.html>
- Lov nr 369 af 09/04/2025. (9. april 2025). *Lov om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love*. retsinformation.dk. Hentet 4. maj 2025 fra <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2025/369>
- Olesen, B. S. (2023). *Generationsskifte og omstrukturering : det skatteretlige grundlag* (7. udg.). Djøf Forlag.
- PWC. (oktober 2019). *Værdiansættelse og IFRS 16 i praksis*. Hentet 17. april 2025 fra pwc.dk: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2019/vaerdiansaettelse-ifrs-16-praksis.pdf>
- PWC. (14. oktober 2021). *Værdiansættelse ved familieoverdragelse af fast ejendom efter +/- 15 %-reglen – som ændres til en +/- 20 %-regel*. Hentet 5. maj 2025 fra pwc.dk:

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2021/10/vaerdiansaettelse-ved-familieoverdragelse-af-fast-ejendom-efter-.html>

Regeringen. (26. september 2022). *Danmark kan mere III: Bedre uddannelser og mere velfærd.*

Hentet 5. maj 2025 fra regeringen.dk: Værdiansættelse ved familieoverdragelse af fast ejendom efter +/- 15 %-reglen – som ændres til en +/- 20 %-regel

Skatteministeriet. (17. november 2021). *Rapport fra ekspertgruppe om værdiansættelse ved*

generationsskifte. Hentet 9. marts 2025 fra skm.dk:

<https://skm.dk/aktuelt/publikationer/rapporter/rapport-fra-ekspertgruppe-om-vaerdiansaettelse-ved-generationsskifte>

Skatteministeriet. (2025). Materiale til teknisk gennemgang af lovforslag om bo-og

gaveafgiften den 30. januar 2025 (pdf-version). *Bilag 3.* ft.dk. Hentet 9. marts 2025 fra

<https://www.ft.dk/samling/20241/lovforslag/L123/bilag/3/2972073.pdf>

Skatteministeriet, & Stoklund, R. (22. januar 2025). *L 123 Bilag 1 Høringsskemadocx - J.nr.*

2024 - 995. Hentet april. 24 2025 fra [ft.dk](https://www.ft.dk):

<https://www.ft.dk/samling/20241/lovforslag/L123/bilag/1/2968432.pdf>

Skatteministriet, & Stoklund, R. (30. september 2024). *SAU Alm.del - endeligt svar på*

spørgsmål 696 - J.nr. 2024 - 6751. Hentet 18. april 2025 fra [ft.dk](https://www.ft.dk):

<https://www.ft.dk/samling/20231/almdel/sau/spm/696/svar/2073179/2912513.pdf>

Skatteudvalget. (oktober 2024). *L123 Bilag 4 dokumentationsnotat.* Hentet 1. maj 2025 fra

[ft.dk](https://www.ft.dk): <https://www.ft.dk/samling/20241/lovforslag/1123/bilag/4/2972079.pdf>

SKM2018.41.HR. (23. januar 2018). *Højesterets dom af 20/12 2017, sag 19/2017.* Hentet 13.

april 2025 fra <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2270626>

SMV Danmark. (6. januar 2022). *De små og mellemstore virksomheder er rygraden i dansk*

erhvervsliv. Hentet 5. maj 2025 fra smvdanmark.dk:

<https://smvdanmark.dk/analyser/temaanalyser/smver-er-rygraden-i-dansk-erhvervsliv>

Stadsrevisionen. (18. oktober 2023). *Værdiansættelse af virksomhed.* Hentet 17. april 2025 fra

stadsrevisionen.dk: <https://stadsrevisionen.dk/blog/vaerdiansaettelse-af-virksomhed/>

Startup Investor. (u.d.). *Hvordan værdiansætter man et startup? Forstå de basale principper og*

metoder. Hentet 17. april 2025 fra www.startupinvestor.dk:

<https://www.startupinvestor.dk/2020/02/18/hvordan-vaerdiansaetter-man-et-startup-forstaa-de-basale-principper-og-metoder/>

Statistikbanken. (2025). MPK100: Effektiv rente af statsobligationer efter land. www.statistikbanken.dk. Hentet 17. april 2025 fra <https://www.statistikbanken.dk/MPK100>

Stockanalysis.com. (2025). Hentet 17. april 2025 fra <https://stockanalysis.com/>

Stoklund, R. (22. januar 2025). L 123 Forslag til lov om ændring af boafgiftsloven, aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. *Folketinget*. ft.dk. Hentet 17. april 2025 fra https://www.ft.dk/samling/20241/lovforslag/L123/som_fremsat.htm

TSS-cirkulære 2000-10. (2000). *Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill*. CIR nr 44 af 28/03/2000: Skatteministeriet. Hentet 13. april 2025 fra <https://www.retsinformation.dk/eli/mt/2000/44>

TSS-cirkulære 2000-9. (2000). *Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparters*. CIR nr 45 af 28/03/2000: Skatteministeriet. Hentet 13. april 2025 fra <https://www.retsinformation.dk/eli/mt/2000/45>

Virksomhedsbørsen. (u.d.). *Fakta & misforståelser om multipler i værdiansættelsen*. Hentet 17. april 2025 fra virksomhedsborsen.dk: <https://virksomhedsborsen.dk/vidensbank/fakta-misforstaaelser-om-multipler-i-vaerdiansaettelse/>

Wallstreetmojo. (7. september 2023). *Terminal Value*. Hentet 4. maj 2025 fra [Wallstreetmojo.com: https://www.wallstreetmojo.com/terminal-value/](https://www.wallstreetmojo.com/terminal-value/)

12. Bilagsoversigt

Bilag 1	79
Bilag 2	80
Bilag 3	80
Bilag 4	81
Bilag 5	81
Bilag 6	82
Bilag 7	83
Bilag 8	83
Bilag 9	84
Bilag 10	85
Bilag 11	85
Bilag 12	86
Bilag 13	86

Bilag 1

Regnskabstal for Casevirksomhed A/S					
	2024	2023	2022	2021	2020
	DKK	DKK	DKK	DKK	DKK
Omsætning	107.560.000	101.710.000	105.420.000	99.870.000	87.930.000
Vareforbrug	-72.218.000	-68.447.000	-71.331.000	-66.445.000	-60.170.000
Bruttofortjeneste	35.342.000	33.263.000	34.089.000	33.425.000	27.760.000
Personaleomkostninger	-20.382.000	-20.164.000	-19.952.000	-19.939.000	-17.480.000
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	-1.635.000	-1.480.000	-1.699.000	-1.636.000	-1.443.000
Andre driftsomkostninger	0	-29.000	-60.000	0	0
Driftsresultat	13.325.000	11.590.000	12.378.000	11.850.000	8.837.000
Finansielle indtægter	110.000	50.000	27.000	13.000	1.000
Finansielle omkostninger	-161.000	-216.000	-143.000	-66.000	-94.000
Resultat før skat	13.274.000	11.424.000	12.262.000	11.797.000	8.744.000
Skat af årets resultat	-2.919.000	-2.510.000	-2.683.000	-2.595.000	-1.943.000
Årets resultat	10.355.000	8.914.000	9.579.000	9.202.000	6.801.000
Aktiver					
Produktionsanlæg og maskiner	9.687.000	10.339.000	8.047.000	7.282.000	7.158.000
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	859.000	1.068.000	1.350.000	1.619.000	1.566.000
Forudbetalinger for materielle anlægsaktiver	130.000	52.000	44.000	242.000	115.000
Materielle anlægsaktiver	10.676.000	11.459.000	9.441.000	9.143.000	8.839.000
Deposita	583.000	575.000	553.000	515.000	509.000
Finansielle anlægsaktiver	583.000	575.000	553.000	515.000	509.000
Anlægsaktiver i alt	11.259.000	12.034.000	9.994.000	9.658.000	9.348.000
Råvarer og hjælpematerialer	9.931.000	11.038.000	10.795.000	8.658.000	8.264.000
Varer under fremstilling	705.000	1.073.000	650.000	382.000	507.000
Fremstillede varer og handelsvarer	6.810.000	8.620.000	6.156.000	5.866.000	5.453.000
Forudbetalinger for varer	768.000	1.234.000	413.000	542.000	441.000
Varebeholdninger i alt	18.214.000	21.965.000	18.014.000	15.448.000	14.665.000
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	8.128.000	6.437.000	6.931.000	7.218.000	7.093.000
Andre tilgodehavender	204.000	287.000	7.000	124.000	12.000
Periodeafgrænsningsposter	353.000	317.000	257.000	215.000	125.000
Tilgodehavender i alt	8.685.000	7.041.000	7.195.000	7.557.000	7.230.000
Likvide beholdninger	8.527.000	3.505.000	4.889.000	6.421.000	5.036.000
Omsætningsaktiver	35.426.000	32.511.000	30.098.000	29.426.000	26.931.000
Aktiver i alt	46.685.000	44.545.000	40.092.000	39.084.000	36.279.000
Passiver					
Selskabskapital	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Overført resultat	35.002.000	30.245.000	28.456.000	28.586.000	21.664.000
Egenkapital i alt	36.002.000	31.245.000	29.456.000	29.586.000	22.664.000
Hensættelse til udskudt skat	1.135.000	1.099.000	961.000	969.000	992.000
Hensatte forpligtelser i alt	1.135.000	1.099.000	961.000	969.000	992.000
Modtagne forudbetalinger fra kunder	4.000	1.000	528.000	36.000	3.000
Leverandører af varer og tjenesteydelser	1.086.000	1.518.000	1.489.000	591.000	2.146.000
Kreditinstitutter	1.538.000	5.554.000	2.323.000	1.886.000	5.929.000
Selskabsskat	2.884.000	2.372.000	2.691.000	2.619.000	1.953.000
Anden gæld	4.036.000	2.756.000	2.644.000	3.397.000	2.592.000
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	9.548.000	12.201.000	9.675.000	8.529.000	12.623.000
Passiver i alt	46.685.000	44.545.000	40.092.000	39.084.000	36.279.000

Bilag 2

Casevirksomhed A/S						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)	2.sidste år (2023)	3.sidste år (2022)			
Driftsresultat	13.325.000	11.590.000	12.378.000			
Medarbejdende ægtefælle	0	0	0			
Finansielle indtægter	110.000	50.000	27.000			
Finansielle udgifter	-161.000	-216.000	-143.000			
Afskrivninger på tilkøbt goodwill	0	0	0			
I alt:	13.274.000	11.424.000	12.262.000			
Casevirksomhed A/S						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)		2.sidste år (2023)		3.sidste år (2022)	
	debet	kredit	debet	kredit	debet	kredit
Resultat		13.325.000		11.590.000		12.378.000
Reguleringer:						
Ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuel medarbejdende ægtefælle	0		0		0	
Finansielle indtægter	110.000		50.000		27.000	
Finansielle udgifter		161.000		216.000		143.000
Afskrivninger på tilkøbt goodwill		0		0		0
Investeringsfondhenlæggelser		0		0		0
Forskudsafskrivninger		0		0		0
Andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster	0		0		0	
Ekstraordinære poster jf. årsregnskabsloven	0		0		0	
	110.000	13.486.000	50.000	11.806.000	27.000	12.521.000
Resultat		13.376.000		11.756.000		12.494.000
Vægtning		3		2		1
		40.128.000		23.512.000		12.494.000
						76.134.000
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)						12.689.000
Udviklingstendens						0,00
						12.689.000
Driftsherreløn 50% (min. 250.000 og maks 1 mio.)						0
						12.689.000
Forrentning af aktiver	Aktiver:	38.158.000	Rente:	7		-2.671.000
Rest til forrentning af goodwill						10.018.000
Kapitaliseringsfaktor					2,57	25.789.000
Den beregnede goodwill						25.789.000

Bilag 3

WACC	4,65%								
Skattesats	22,00%								
Omsætningsvækst	1,00%								
EBIT%	12,00%								
WCR i % af omsætning	17,00%								
DKK		2021R	2022R	2023R	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B
Sales/omsætning	87.930.000	99.870.000	105.420.000	101.710.000	107.560.000	108.636.000	109.722.000	110.819.000	111.927.000
EBITDA		13.486.000	14.077.000	13.070.000	14.960.000	14.671.000	14.802.000	14.933.000	15.066.000
Afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000
EBIT	8.837.000	11.850.000	12.378.000	11.590.000	13.325.000	13.036.000	13.167.000	13.298.000	13.431.000
EBIT*(1-tax)		9.243.000	9.655.000	9.040.000	10.394.000	10.168.000	10.270.000	10.372.000	10.476.000
+ afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000
WCR	17.154.000	15.761.000	17.537.000	19.845.000	16.485.000	18.468.000	18.653.000	18.839.000	19.028.000
-Delta WCR		-1.393.000	1.776.000	2.308.000	-3.360.000	1.983.000	185.000	186.000	189.000
Investeringer		0	0	0	0	-	-	-	-
Frit cash flow		12.272.000	9.578.000	8.212.000	15.389.000	9.820.000	11.720.000	11.821.000	11.922.000
Terminalværdi primo 2028/ultimo 2027								326.290.000	

Bilag 4

Beregning af WACC		Beta værdi	Gearet
Egenkapitalandel	89,03%	Brd. Klee	0,32
Fremmedkapitalandel	10,97%	Coloplast	0,60
Risikofri rente	2,30%	Gabriel Holding	0,68
Markedsrisikopræmie	6,00%	SP Group	0,91
Gearet betaværdi	0,63		
Risikopræmie på fremmedkapital	4,00%	Beta gennemsnit	0,63
Skattesats	22%		
Selskabsspecifikt risikotillæg			
		Kapitalstruktur	
Egenkapitalomkostningen	4,62%	Egenkapital	28.714.000
Fremmedkapitalomkostningerne	4,91%	Fremmedkapital	3.538.000
		Samlet	32.252.000
WACC	4,65%		

Bilag 5

	2020	2021	2022	2023	2024
Regnskabsmæssigt resultat før skat	8.744.000	11.797.000	12.262.000	11.424.000	13.274.000
-Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder					
-Finansielle indtægter	-1.000	-13.000	-27.000	-50.000	-110.000
+Finansielle udgifter	94.000	66.000	143.000	216.000	161.000
+/- Eventuelle ekstraordinære poster i henhold til ÅRL					
-Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder					
+Afskrivninger på erhvervet immaterielle aktiver					
Reguleret resultat	8.837.000	11.850.000	12.378.000	11.590.000	13.325.000
Vægtning	1	2	3	4	5
Vægtet gennemsnit					12.177.000
Driftsherreløn					
Forrentning af aktiver			7,00%	38.158.000	-2.671.000
Merindtjening					9.506.000
Opgørelse af merindtjeningens levetid	2020	2021	2022	2023	2024
Omsætning jf. regnskab	87.930.000	99.870.000	105.420.000	101.710.000	107.560.000
Omsætning vedr. aktiver til handelsværdi					
Omsætning	87.930.000	99.870.000	105.420.000	101.710.000	107.560.000
Annualiseret vækst					5,17%
Aktiver i alt	36.279.000	39.084.000	40.092.000	44.545.000	46.685.000
Reguleringer til aktiver jf. BAL § 12 A, stk. 3					0
-Bogført værdi af erhvervet immaterielle aktiver					
-Likvid beholdning	-5.036.000	-6.421.000	-4.889.000	-3.505.000	-8.527.000
-Kapitalandele i andre selskaber	0	0	0	0	0
-Andre ikke-driftsrelaterede poster	0	0	0	0	0
Investeret kapital	31.243.000	32.663.000	35.203.000	41.040.000	38.158.000
Driftsresultat efter skat	6.893.000	9.243.000	9.655.000	9.040.000	10.394.000
Afkast af investeret kapital	22,06%	28,30%	27,43%	22,03%	27,24%
Gennemsnitsafkast					25,41%
Levetid (år)					15
Kapitalafkastsats	4,00%				
Kapitaliseringsfaktor					4,32
Kapitaliseret merindtjening					41.066.000

Bilag 6

Regnskabstal for sammenligningsvirksomhed 1						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)	2.sidste år (2023)	3.sidste år (2022)			
Driftsresultat	14.529.000	13.208.000	10.337.000			
Medarbejdende ægtefælle	0	0	0			
Finansielle indtægter	110.000	50.000	27.000			
Finansielle udgifter	-161.000	-216.000	-143.000			
Afskrivninger på tilkøbt goodwill	0	0	0			
I alt:	14.478.000	13.042.000	10.221.000			
Regnskabstal for sammenligningsvirksomhed 1						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)		2.sidste år (2023)		3.sidste år (2022)	
	debit	kredit	debit	kredit	debit	kredit
Resultat		14.529.000		13.208.000		10.337.000
<u>Reguleringer:</u>						
Ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuel medarbejdende ægtefælle	0		0		0	
Finansielle indtægter	110.000		50.000		27.000	
Finansielle udgifter		161.000		216.000		143.000
Afskrivninger på tilkøbt goodwill		0		0		0
Investeringsfondhenlæggelser		0		0		0
Forskudsafskrivninger		0		0		0
Andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster	0		0		0	
Ekstraordinære poster jf. årsregnskabsloven	0		0		0	
	110.000	14.690.000	50.000	13.424.000	27.000	10.480.000
Resultat		14.580.000		13.374.000		10.453.000
Vægtning		3		2		1
		43.740.000		26.748.000		10.453.000
						80.941.000
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)						13.490.000
Udviklingstendens						2.063.500
						15.553.500
Driftsherreløn 50% (min. 250.000 og maks 1 mio.)						0
						15.553.500
Forrentning af aktiver	Aktiver:	38.158.000	Rente:	7		-2.671.000
Rest til forrentning af goodwill						12.882.500
Kapitaliseringsfaktor					2,57	33.164.000
Den beregnede goodwill						33.164.000
Sammenligningsvirksomhed 1		DKK				
Egenkapital		28.714.000				
Foreslået udbytte for året		-11.000.000				
Goodwill efter SKTST's vejledende regler, 7 års levetid		33.164.000				
Udsudtskat heraf, 22 %		-7.296.000				
I alt		43.582.000				

Bilag 7

WACC	4,66%								
Skattesats	22,00%								
Omsætningsvækst	2,00%		15%	15%	10%	5%	5%	3%	2%
EBIT%			9%	10%	10%	12%	13%	15%	17%
WCR i % af omsætning	20,00%								

DKK		2021R	2022R	2023R	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B
Sales/omsætning	87.930.000	99.870.000	114.851.000	132.079.000	145.287.000	152.551.000	160.179.000	164.984.000	168.284.000
EBITDA		10.836.000	12.036.000	14.688.000	16.164.000	19.941.000	22.758.000	26.683.000	30.543.000
Afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.935.000	1.935.000	1.935.000
EBIT	8.837.000	9.200.000	10.337.000	13.208.000	14.529.000	18.306.000	20.823.000	24.748.000	28.608.000
EBIT* (1-tax)		7.176.000	8.063.000	10.302.000	11.333.000	14.279.000	16.242.000	19.303.000	22.314.000
+afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.935.000	1.935.000	1.935.000
WCR	17.154.000	15.761.000	17.537.000	19.845.000	16.485.000	30.510.000	32.036.000	32.997.000	33.657.000
-Delta WCR		-1.393.000	1.776.000	2.308.000	-3.360.000	14.025.000	1.526.000	961.000	660.000
Investeringer		0	0	0	0	1.200.000	300.000	350.000	400.000
Frit cash flow		10.205.000	7.986.000	9.474.000	16.328.000	689.000	16.351.000	19.927.000	23.189.000
Terminalværdi primo 2028/ultimo2027								870.738.053	

NV af explicit forecast periode	kr. 32.965.000								
NV af terminalværdi	759.462.000								
Samlet EV	kr. 792.427.000								
+cash	8.527.000								
-gæld	3.538.000								
=EK	797.416.000								

Bilag 8

Beregning af WACC		Beta værdi	Gearet
Egenkapitalandel	85,84%	Brd. Klee	0,32
Fremmedkapitalandel	14,16%	Coloplast	0,60
Risikofri rente	2,30%	Gabriel Holding	0,68
Markedsrisikopræmie	6,00%	SP Group	0,91
Gearet betaværdi	0,63		
Risikopræmie på fremmedkapital	4,00%		0,63
Skattesats	22%		
Selskabsspecifikt risikotillæg			
		Kapitalstruktur	
Egenkapitalomkostningen	4,62%	Egenkapital	28.714.000
Fremmedkapitalomkostningen	4,91%	Fremmedkapital	4.738.000
		Samlet	33.452.000
WACC	4,66%		

Bilag 9

	2020	2021	2022	2023	2024
Regnskabsmæssigt resultat før skat	8.744.000	9.147.000	10.221.000	13.042.000	14.478.000
-Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder					
-Finansielle indtægter	-1.000	-13.000	-27.000	-50.000	-110.000
+Finansielle udgifter	94.000	66.000	143.000	216.000	161.000
+/-Eventuelle ekstraordinære poster i henhold til ÅRL					
-Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder					
+Afskrivninger på erhvervet immaterielle aktiver					
Reguleret resultat	8.837.000	9.200.000	10.337.000	13.208.000	14.529.000
Vægtning	1	2	3	4	5
Vægtet gennemsnit					12.248.000
Driftsherreløn					
					2024
Forrentning af aktiver			7,00%	38.158.000	-2.671.000
Merindtjening					9.577.000
Opgørelse af merindtjeningens levetid	2020	2021	2022	2023	2024
Omsætning jf. regnskab	87.930.000	99.870.000	114.851.000	132.079.000	145.287.000
Omsætning vedr. aktiver til handelsværdi					
Omsætning	87.930.000	99.870.000	114.851.000	132.079.000	145.287.000
Annualiseret vækst					13,38%
Aktiver i alt	36.279.000	39.084.000	40.092.000	44.545.000	46.685.000
Reguleringer til aktiver jf. BAL § 12 A, stk. 3					0
-Bogført værdi af erhvervet immaterielle aktiver					
-Likvid beholdning	-5.036.000	-6.421.000	-4.889.000	-3.505.000	-8.527.000
-Kapitalandele i andre selskaber	0	0	0	0	0
-Andre ikke-driftsrelaterede poster	0	0	0	0	0
Investeret kapital	31.243.000	32.663.000	35.203.000	41.040.000	38.158.000
Driftsresultat efter skat	6.893.000	7.176.000	8.063.000	10.302.000	11.333.000
Afkast af investeret kapital	22,06%	21,97%	22,90%	25,10%	29,70%
Gennemsnitsafkast					24,35%
Levetid (år)					15
Kapitalafkastsats	4,00%				
Kapitaliseringsfaktor					4,32
Kapitaliseret merindtjening					41.373.000
Sammenligningsvirksomhed 1	DKK				
Egenkapital	28.714.000				
Foreslået udbytte for året	-11.000.000				
Merindtjening, 15 års levetid	41.373.000				
Udskudt skat heraf, 22 %	-9.102.000				
I alt	49.985.000				

Bilag 10

Regnskabstal for sammenligningsvirksomhed 2						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)	2.sidste år (2023)	3.sidste år (2022)			
Driftsresultat	5.940.000	3.600.000	417.000			
Medarbejdende ægtefælle	0	0	0			
Finansielle indtægter	110.000	50.000	27.000			
Finansielle udgifter	-161.000	-216.000	-143.000			
Afskrivninger på tilkøbt goodwill	0	0	0			
I alt:	5.889.000	3.434.000	301.000			
Regnskabstal for sammenligningsvirksomhed 2						
Casevirksomhed:	Sidste år (2024)		2.sidste år (2023)		3.sidste år (2022)	
	debet	kredit	debet	kredit	debet	kredit
Resultat		5.940.000		3.600.000		417.000
Reguleringer:						
Ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuel medarbejdende ægtefælle	0		0		0	
Finansielle indtægter	110.000		50.000		27.000	
Finansielle udgifter		161.000		216.000		143.000
Afskrivninger på tilkøbt goodwill		0		0		0
Investeringsfondhenlæggelser		0		0		0
Forskuksafskrivninger		0		0		0
Andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster	0		0		0	
Ekstraordinære poster jf. årsregnskabsloven	0		0		0	
	110.000	6.101.000	50.000	3.816.000	27.000	560.000
Resultat		5.991.000		3.766.000		533.000
Vægtning		3		2		1
		17.973.000		7.532.000		533.000
						26.038.000
Vægtet reguleret resultat (divideret med 6)						4.339.667
Udviklingstendens						2.729.000
						7.068.667
Driftsherreløn 50% (min. 250.000 og maks 1 mio.)						0
						7.068.667
Forrentning af aktiver	Aktiver:	38.158.000	Rente:	7		-2.671.000
Rest til forrentning af goodwill						4.397.667
Kapitaliseringsfaktor					2,57	11.321.000
Den beregnede goodwill						11.321.000
Sammenligningsvirksomhed 2		DKK				
Egen kapital		6.714.000				
Foreslået udbytte for året		0				
Goodwill efter SKTST's vejledende regler, 7 års levetid		11.321.000				
Udskudt skat heraf, 22 %		-2.491.000				
I alt		15.544.000				

Bilag 11

WACC	4,79%								
Skattesats	22,00%								
Omsætningsvækst	2,00%		3%	8%	10%	5%	3%	3%	2%
EBIT%			0,5%	4%	6%	8%	10%	10%	12%
WCR i % af omsætning	20,00%								
DKK		2021R	2022R	2023R	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B
Sales/omsætning	71.230.000	80.900.000	83.327.000	89.993.000	98.992.000	103.942.000	107.060.000	110.272.000	112.477.000
EBITDA		1.516.000	2.116.000	5.080.000	7.575.000	9.950.000	12.341.000	12.662.000	15.132.000
Afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000
EBIT	-863.000	-120.000	417.000	3.600.000	5.940.000	8.315.000	10.706.000	11.027.000	13.497.000
EBIT*(1-tax)		-94.000	325.000	2.808.000	4.633.000	6.486.000	8.351.000	8.601.000	10.528.000
+afskrivninger		1.636.000	1.699.000	1.480.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000	1.635.000
WCR	17.154.000	15.761.000	17.537.000	19.845.000	16.485.000	20.788.000	21.412.000	22.054.000	22.495.000
-Delta WCR		-1.393.000	1.776.000	2.308.000	-3.360.000	4.303.000	624.000	642.000	441.000
Investeringer		0	0	1.000.000	2.500.000	300.000	250.000	700.000	200.000
Frit cash flow		2.935.000	248.000	980.000	7.128.000	3.518.000	9.112.000	8.894.000	11.522.000
Terminalværdi primo 2028/ultimo 2027								413.664.000	
NV af explicit forecast periode	kr. 19.386.000								
NV af terminalværdi	359.539.000								
Samlet EV	kr. 378.925.000								
+cash	8.527.000								
-gæld	3.538.000								
=EK	383.914.000								

Bilag 12

Beregning af WACC		Beta værdi	Gearet
Egenkapitalandel	44,02%	Brd. Klee	0,32
Fremmedkapitalandel	55,98%	Coloplast	0,60
Risikofri rente	2,30%	Gabriel Holding	0,68
Markedsrisikopræmie	6,00%	SP Group	0,91
Ugearet betaværdi	0,63		
Risikopræmie på fremmedkapital	4,00%	Beta ugearet	0,63
Skattesats	22%		
Selskabsspecifikt risikotillæg			
		Kapitalstruktur	
		Egenkapital	6.714.000
Egenkapitalomkostningen	4,62%	Fremmedkapital	8.538.000
Fremmedkapitalomkostningen	4,91%	Samlet	15.252.000
WACC	4,79%		

Bilag 13

	2020	2021	2022	2023	2024
Regnskabsmæssigt resultat før skat	-956.000	-173.000	301.000	3.434.000	5.889.000
-Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder					
-Finansielle indtægter	-1.000	-13.000	-27.000	-50.000	-110.000
+Finansielle udgifter	94.000	66.000	143.000	216.000	161.000
+/-Eventuelle ekstraordinære poster i henhold til ÅRL					
-Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder					
+Afskrivninger på erhvervet immaterielle aktiver					
Reguleret resultat	-863.000	-120.000	417.000	3.600.000	5.940.000
Vægtning	1	2	3	4	5
Vægtet gennemsnit					2.950.000
Driftsherreløn					
				2024	
Forrentning af aktiver			7,00%	38.158.000	-2.671.000
Merindtjening					279.000
	2020	2021	2022	2023	2024
Opgørelse af merindtjeningens levetid					
Omsætning jf. regnskab	71.230.000	80.900.000	83.327.000	89.993.000	98.992.000
Omsætning vedr. aktiver til handelsværdi					
Omsætning	71.230.000	80.900.000	83.327.000	89.993.000	98.992.000
Annualiseret vækst					8,58%
Aktiver i alt	36.279.000	39.084.000	40.092.000	44.545.000	46.685.000
Reguleringer til aktiver jf. BAL § 12 A, stk. 3					0
-Bogført værdi af erhvervet immaterielle aktiver					
-Likvid beholdning	-5.036.000	-6.421.000	-4.889.000	-3.505.000	-8.527.000
-Kapitalandele i andre selskaber	0	0	0	0	0
-Andre ikke-driftsrelaterede poster	0	0	0	0	0
Investeret kapital	31.243.000	32.663.000	35.203.000	41.040.000	38.158.000
Driftsresultat efter skat	-673.000	-94.000	325.000	2.808.000	4.633.000
Afkast af investeret kapital	-2,15%	-0,29%	0,92%	6,84%	12,14%
Gennemsnitsafkast					3,49%
Levetid (år)					5
Kapitalafkastsats					
Kapitaliseringsfaktor					1,96
Kapitaliseret merindtjening					547.000
Sammenligningsvirksomhed 2	DKK				
Egenkapital	6.714.000				
Foreslået udbytte for året	0				
Merindtjening, 4 års levetid	547.000				
Udskudt skat heraf, 22 %	-120.000				
I alt	7.141.000				