

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Skatteoptimering vedrørende aktieavancebeskatning

Skatteret
Kandidatafhandling
Cand. merc.aud studiet
Copenhagen Business School
Maj 2012

Udarbejdet af:

Christian Fogh
Morten Bo Hansen

Vejleder:
Henrik Meldgaard

Censor:

Antal anslag: 230.163

Antal normalsider: 115

Exclusive summery

The Danish parliament chose in 2009 to change the Capital gains tax act. This resulted in the abolition of the previous year's practice where shares held for more 3 years, could be sold tax-free. The change in legislation meant a division of shares, determined by size of shareholding. Shares of 10% or higher were subsidiary shares, while shares below 10% were classified as portfolio shares. Portfolio Shares, which previously could be sold without taxation, was now subject to taxation on unrealized gain or loss in the year. Gain on sale of subsidiary shares and dividend was made tax free.

The amendment also meant that investors who invested in unlisted shares, should, to a greater extent than in the past, be aware of how their companies are structured. A change in shareholding to either under or over 10% will result in change of status from subsidiary shares to the portfolio shares, and vice versa. These changes can cause inappropriate taxation for the investors. This thesis will illustrate how the Danish capital owners can organize themselves in order to limit the taxation of profits and dividends.

In cases where investors' can't construct themselves from taxation on unrealized gain or loss on unlisted shares, it is necessary to value those shares. We will look at various valuation models used to determine the value of unlisted shares.

When being taxed on Portfolio Shares, investors can find themselves cases where they have to settle tax on shares that had not yet realized. In these cases where the shares are not sold to fund tax Investors must find other ways finance the tax. Different approaches can use to determine how to finance the tax. This thesis will look at how investors must act in relation to taxation of their portfolio shares.

Indholdsfortegnelse

1. FORORD	5
2. INDLEDNING	6
3. PROBLEMFORMULERING	8
3.1. HOVEDSPØRGSMÅL	8
4. METODEAFSNIT	9
4.1. OPGAVESTRUKTUR	9
4.2. CASEVIRKSOMHEDEN	10
4.3. JURIDISK METODE	11
4.4. ØKONOMISK METODE	11
5. KILDEKRITIK	12
6. AFGRÆNSNING	13
7. GENNEMGANG AF LOVÆNDRINGEN	14
7.1. FORÅRSPAKKEN 2.0	15
7.2. DE GAMLE AKTIEAVANCEBESKATNINGS REGLER FOR SELSKABER	16
7.3. DE NYE AKTIEAVANCEBESKATNINGSREGLER FOR SELSKABER	17
7.3.1. SITUATIONER SOM IKKE BESKATTES EFTER DE NYE REGLER	19
8. CASEVIRKSOMHEDEN DRIFTSELKABET A/S	20
8.1. BESKRIVELSE AF VIRKSOMHEDENS LIVSFORLØB	20
9. STEP 1	23
9.1. DIREKTE EJERSKAB	23
9.2. HOLDINGKONSTRUKTION IVÆRKSÆTTER PEDERSEN	24
9.2.1. MELLEMHOLDING IVÆRKSÆTTER PEDERSEN	26
9.2.2. VÆRNSREGEL MOD MELLEMHOLDINGSELKABER	26
9.2.3. MELLEMHOLDING OG KONCERNAKTIER	32
9.2.4. ETABLERING AF MELLEMHOLDINGSELKAB FOR IVÆRKSÆTTER PEDERSEN	33
10. STEP 2	35
10.1. KAPITALFORHØJELSE ELLER SALG AF EKSISTERENDE AKTIER	35
10.1.1. AKTIESALG	37
10.1.2. KAPITALFORHØJELSE	37
10.1.3. AKTIESALG VS. KAPITALFORHØJELSE	39

10.2. INDTRÆDEN AF MEDARBEJDER I EJERKREDSEN	40
10.2.1. MEDARBEJDER2	40
10.3. MEDARBEJDER1 INVESTERING PRIVAT	41
10.3.1. PERSONLIG INVESTERING VS. INVESTERING I SELSKAB	41
10.3.2. PORTEFØLJER HVOR INVESTERINGEN BØR FORETAGES VIA SELSKAB	45
10.4. MEDARBEJDER1 INVESTERING I SELSKAB	46
10.5. BESKATNING AF IVÆRKSÆTTERAKTIER	48
10.6. ANVENDELSE AF IVÆRKSÆTTERAKTIER	49
 11. <u>INVESTOR A</u>	 50
 11.1. LAGERBESKATNING VS. REALISATIONSBESKATNING	 51
11.1.1. SKIFTE FRA RELATIONSPRINCIPPET TIL LAGERPRINCIPPET	55
11.1.2. INVESTERINGSSLESKABER MED MANGE UNOTEREDE AKTIER	56
11.2. VALG AF BESKATNINGSPRINCIP FOR INVESTOR A HOLDING APS	56
11.3. VÆRDIANSÆTTELSE AF UNOTEREDE AKTIER	57
11.3.1. VÆRDIANSÆTTELSE - INDRE VÆRDI	59
11.3.2. ØVRIGE SKATTEMÆSSIGE VÆRDIANSÆTTELSESMETODER	60
11.3.3. 19. MAJ 1993 METODERNE	60
11.3.4. REALISEREDE HANDELSPRISER	60
11.3.5. VÆRDIANSÆTTELSE JF. EJERAFTALE	61
11.3.6. VEJLEDNING FRA SKAT 21. AUGUST 2009 OG TSS CIRKULÆRE 2000-9	61
11.3.7. VÆRDIANSÆTTELSE - TSS CIRKULÆRE 2000-9	61
11.3.8. VÆRDIANSÆTTELSE – DISCOUNTED CASH FLOW	66
11.3.9. KONTROLMODEL – EVONOMIC VALUE ADDED	73
11.3.10. HJÆLPEMODEL – PRICE EARNING	75
11.3.11. HJÆLPEMODEL – KURS INDRE VÆRDI	77
11.3.12. SAMMENLIGNING AF VÆRDIANSÆTTELSESMODELLERNE	79
11.4. DELKONKLUSION - VÆRDIANSÆTTELSE	82
 12. <u>IP HOLDING APS EFTER SALG AF AKTIER I STEP 2</u>	 83
 13. <u>STEP 3.1 KAPITALFORHØJELSE</u>	 88
 13.1. STATUSSKIFTE FOR INVESTOR A	 90
13.1.1. LOVGIVNING OM STATUSSKIFTE	90
13.1.2. SKIFTE FRA DATTERSELSKABS- ELLER KONCERNAKTIER TIL PORTEFØLJEAKTIER	91
13.1.3. SKIFTE FRA PORTEFØLJEAKTIER TIL DATTERSELSKABS- ELLER KONCERNAKTIER	93
13.1.4. OPTIMERET SELSKABSSTRUKTUREN I FORBINDELSE MED STATUSSKIFTE	94
13.2. STEP 3.2 AKTIESALG	97
 14. <u>STEP 4</u>	 106
 14.1. DELKONKLUSION - SELSKABSSTRUKTUR	 111
 15. <u>PORTEFØLJE- OG INVESTERINGSTEORI</u>	 114
 15.1. VALG AF SKATTEÅR OG BETALINGSTIDSPUNKT FOR SELSKABSSKATTEN	 115
15.2. LIKVIDITETSMODELLER	115
15.3. IP HOLDING APS	117

15.3.1.	DEN KONSERVATIVE MODEL	119
15.3.2.	UNDERSKUDSBEGRÆNSNING	123
15.3.3.	SAMMENLIGNING MELLEM GAMLE OG NYE REGLER	123
15.3.4.	LÅNEOPTAGNING	124
15.3.5.	SELVFINANSIERING	127
15.3.6.	STOP-PROFIT OG STOP-LOSS MODELLER	129
15.3.7.	OPTIONER OG BESLUTNINGSTRÆER	130
15.4.	DELKONKLUSION - LIKVIDITETSSTYRING	134
<u>16.</u>	<u>KONKLUSION</u>	<u>137</u>
<u>17.</u>	<u>REFERENCER</u>	<u>140</u>
<u>18.</u>	<u>BILAG</u>	<u>143</u>
18.1.	BILAG I	143
18.2.	BILAG II	145
18.3.	BILAG III	149
18.4.	BILAG IV	151
18.5.	BILAG V	153
18.6.	BILAG VI	155
18.7.	BILAG VII	156
18.8.	BILAG VIII	161
18.9.	BILAG IX	165
18.10.	BILAG X	166
18.11.	BILAG XI	167
18.12.	BILAG XII	171
18.13.	BILAG XIII	175
18.14.	BILAG XIV	176

1. Forord

I 2009 valgte folkettinget at ændre aktieavancebeskatningsloven, og dermed afskaffe 3 års reglen for selskaber. Dermed blev der slået en streg over tidligere tiders holdning om at aktiesalg under 3 år var spekulation og dermed at avancen skulle beskattes. Afskaffelsen af 3 års reglen betød en indførsel af lagerbeskatning på alle aktier, hvor selskaberne havde en ejerandel på under 10%. Ved første kendskab til regelændringerne virkede det som en forenkling af reglerne samt en ensretning i forhold til de regnskabsmæssige regler. Ved en dybere gennemgang, blev det hurtigt klart at regelændringerne betød øget beskatning for selskaberne, samt nye problematikker vedrørende ejerskab af unoterede- og børsnoterede aktier.

København, maj 2012

Morten Bo Hansen

Christian Fogh

2. Indledning

I en global verden er det afgørende for Danmarks konkurrenceevne at have en selskabslovgivning, som er tidssvarende og let kan tilrettes omverdens krav og behov. Aktieavancebeskatningsloven er en blandt flere love, som har indvirkning på både danske og udenlandske virksomheders valg af selskabsstruktur i Danmark.

I forbindelse med skattereformen i 2009 valgte folketinget at ændre aktieavancebeskatningsloven, så selskaberne fremover skulle være med til at betale for de skattelempelser, der blev givet til privatpersonerne i Danmark. Nogen vil mene at ændringerne er til det bedre og andre det dårligere. Der er dog ingen tvivl om at regelændringerne med et trylleslag vendte op og ned på selskabernes beskatning af både realiserede og urealiserede aktieavancer. Efter lovændringen i 2009 opdagede mange virksomheder, at deres valgte selskabsstrukturer lige pludselig blev mere eller mindre favorable, alt efter om ejerskabet var større eller mindre end 10% af et datterselskab, samt om ejertiden var over eller under 3 år. Aktieavancer på aktier med et ejerskab på under 10%, som tidligere var skattefrie pga. en ejertid på over 3 år, blev nu skattepligtige. Samtidig opstod der muligheder for skattefrie avancer for selskaber med en ejerandel på over 10%, men med en ejertid på under 3 år, hvilket tidligere havde betydet beskatning af en eventuel avance ved et salg. For aktiebeholdninger med en ejerandel under 10%, er der med den nye lovgivning således opstået en beskatning, som tidligere kunne være undgået ved at selskabet undlod at sælge aktierne inden for 3 år. Den nye aktieavancebeskatningslov har medført at urealiserede tab og gevinster på porteføljeaktier bliver beskattet i det indkomstår hvor de opstår. Dermed vil selskaber med urealiserede tab få et fradrag i skatten selvom tabet ikke har resulteret i en negativ likviditetspåvirkning. Selskaber med urealiserede gevinster bliver derimod beskattet af gevinsten, selvom den ikke har haft nogen positiv likviditetspåvirkning.

Indførslen af lagerbeskatningen har på nogle punkter medført en øget beskatning samt fremrykning af skatter. Regeringen har ligeledes fremlagt forslag om begrænsning af underskudsfremførslen for selskaber, hvilket også fremrykker beskatningen af overskud¹ i forhold til de tidligere regler. Hvis dette er en tendens som fortsætter, vil det medføre et øget behov for likviditet til betalingen af skatter. Det er derfor vigtigt at selskaberne i Danmark

¹ Revifax nr. 1000

optimerer deres skattesituation således at likviditeten påvirkes mindst muligt, specielt i en periode hvor det er svært at skaffe den fornødne likviditet pga. den finansielle krise.

Hvis man betragter lovgivningen ud fra den personlige hovedaktionærs synspunkt, vil der således kunne argumenteres for, at ophævelsen af 3 års reglen har medført en dobbeltbeskatning af aktieavancen på porteføljeaktier. Aktieavancen beskattes nemlig både ved gevinst på aktiesalg med en ejerandel på under 10% samt efterfølgende når gevinsten skal udloddes som udbytte til den personlige hovedaktionær.

En anden problemstilling ved den nye lovgivning er, at omstruktureringer i selskabsstrukturen så som kapitalforhøjelser eller køb og salg af aktier, kan medføre statusskifte og dermed beskatning af udbytter og urealiserede gevinster eller tab. Dette kan medføre uhensigtsmæssige selskabsstrukturer, som ikke har den rette forretningsmæssige begrundelse samt den fornødne fleksibilitet for selskabet.

Gennem en casevirksomhed vil denne opgave belyse, hvilke problemstillinger selskaberne står over for i forbindelse med fremtidige køb og salg af aktier samt kapitalforhøjelser.

For nogle selskaber vil det være en fordel at anvende lagerbeskatning for unoterede selskaber, og derfor vil denne opgave beskrive og analysere i hvilke tilfælde det kan være en fordel for et selskab at bruge lagerbeskatning samt hvilke værdiansættelsesmodeller selskaberne kan anvende, for at begrænse de løbende beskatninger af urealiserede avancer. Lagerbeskatningen påvirker selskabernes likviditetsbehov løbende pga. beskatning af urealiserede gevinster. Derfor er det vigtigt for selskaberne løbende at vurdere, hvilke modeller der kan anvendes for at sikre at selskaberne rettidigt kan betale selskabsskatten og samtidig opnå det højst mulige afkast.

Denne opgave vil belyse både fordele og ulemper ved de nye regler, samt komme med forskellige vinkler på de problemstillinger som lovgivningen har betydet.

3. Problemformulering

Ifølge Aktieavancebeskatningsloven har kapitalejerne i nogle tilfælde mulighed for skattefrihed på aktieavancer og udbytter, mens andre kapitalejere er nødsaget til eller vælger at beskatte aktieavancer og udbytter.

Denne opgave vil belyse problemstillingen mellem skattefrihed og ikke skattefrihed for kapitalejerne ud fra de tre nedenstående hovedspørgsmål.

3.1. Hovedspørgsmål

Opgavens 3 hovedspørgsmål er følgende:

Sammenhængen mellem de tre spørgsmål skal ses ud fra den første problemstilling:

Hvordan bør forskellige danske kapitalejere indrettet deres selskabsstrukturer og beskatningsform for at begrænse beskatning af aktieudbytter og aktieavancer?

Hvis ikke selskaberne opnår skattefrihed og vælger lagerbeskatning lægger det op til næste problemstilling:

Hvis selskabernes valgte selskabsstruktur og beskatningsform resultere i lagerbeskatning for deres unoterede porteføljeaktier, hvilke forskellige værdiansættelsesmodeller er der så at vælge imellem?

Når selskaberne har opgjort deres aktieavancer ud fra den valgte selskabsstruktur og beskatningsform lægger det op til tredje og sidste problemstilling:

Hvordan bør selskaberne i Danmark afgøre om der skal sælges aktier eller om der skal optages fremmedfinansiering for at betale aktieavanceskatten? Er det muligt ved hjælp af portefølje- og finansieringsteori at opstille nogle hjælperedskaber til selskaberne, der kan afgøre om der skal sælges aktier for at selskabet kan betale aktieavanceskatte samt hvornår skatten skal betales når der tages højde for aconto rater og rentetillæg?

4. Metodeafsnit

4.1. Opgavestruktur

I denne opgave bliver emnet beskatning af aktieavance behandlet på følgende måde:

- Indledningsvis gennemgår opgaven de vigtigste ændringer i aktieavancebeskatningsloven samt begrundelsen for lovændringen.
- Gennem opgaven beskrives casevirksomheden og kapitalejernes problemstillinger vedrørende deres aktiebesiddelser løbende ud fra de fire udviklingsstep, som casevirksomheden gennemgår. Analysen af disse problemstillinger samles sammen i en vurdering af fordele og ulemper ved forskellige selskabsstruktur. I forbindelse med casevirksomhedens udvikling behandles begreberne statusskifte, mellemholdingselskaber og iværksætter aktier.
- Som en del af problemstillingerne i casevirksomheden behandles værdiansættelse af unoterede aktier ud fra teorien om værdiansættelse, i denne behandling inddrages skattelovgivning og SKAT's synspunkter om værdiansættelse.
- Som den sidste problemstilling i casevirksomheden undersøges selskabernes likvide udfordringer ved indførelsen af lagerbeskatning af børsnoterede- og unoterede aktier. Til behandling af disse problemstillinger anvendes både investerings- og finansieringsteori samt forskellige konstruerede likviditetsmodeller.

Opgaven er opbygget på følgende måde:

1. Gennemgang af lovændringen
2. Kort beskrivelse af casevirksomheden
3. Undersøgelse af hvilke løsninger der er til casevirksomhedens problemstillinger:
3.1 Valg af selskabsstruktur (afsnit 9.1) 3.2 Skattefrit mellemholdingselskab eller porteføljeaktier (afsnit 9.2) 3.3 Salg af aktier eller kapitalforhøjelse (afsnit 10.1) 3.4 Investering privat eller i selskab (afsnit 10.3.1) 3.5 Iværksætteraktier (afsnit 10.5) 3.6 Lagerbeskatning eller realisationsbeskatning (afsnit 11.1) 3.7 Værdiansættelse af unoterede aktier (afsnit 11.3) 3.8 Statusskifte (afsnit 13.1) 3.9 Valg af likviditetsmodel ved porteføljeaktier (afsnit 15)
4. Konklusion 4.1 Vurdering af de mest optimale beskatningsformer og selskabsstrukturer for danske kapitalejer 4.2 Vurdering af hvilke værdiansættelsesprincipper der kan anvendes til værdiansættelse af unoterede aktier 4.3 Vurdering af hvilke likviditetsmodeller selskaberne kan anvende med henblik på lagerbeskatning.

4.2. Casevirksomheden

Casevirksomheden anvendes gennem hele opgaven til at belyse begreberne og problemstillingerne i forbindelse med reglerne i Aktieavancebeskatningsloven. Opgaven er opbygget på den måde at når der opstår en problemstilling i casevirksomheden, belyses først casevirksomhedens problemstilling og derefter foretages der en gennemgang af lovgivningen eller den pågældende teori, til sidst bliver der foretaget en vurdering ud fra forholdene i casevirksomheden sammen holdt med opgavens problemformulering.

4.3. Juridisk metode

Til belysning af juridiske problemstillinger tages der taget udgangspunkt i den pågældende lovgivning, som hovedsageligt omfatter Aktieavancebeskatningsloven ved lov nr. 525 af 12. juni 2009 samt efterfølgende lovændringer.

Problemstillinger som ikke kan afgøres direkte ud fra lovgivningen er behandlet ud fra retspraksis gennem retsafgørelser samt diverse artikler og udtalelser fra specialister på de pågældende områder.

4.4. Økonomisk metode

I forbindelse med de skattemæssige problemstillinger i casevirksomheden opstår der behov for eksemplificering af problemerne, i disse tilfælde er der taget udgangspunkt i investeringsteori, finansieringsteori samt likviditetsstyring. Som baggrund for de anvendte likviditetsstyringsmodeller er der taget udgangspunkt i principper så som Going Concern, insolvens samt afkastoptimering. Til sammenligning af de forskellige problemstillinger og vurdering af de mest optimale skattemæssige løsninger er der anvendt matematiske beregninger herunder ligninger og målsøgning.

5. Kildekritik

Baggrundskilderne til denne opgave er nuværende og tidligere lovgivning, retsafgørelser samt forskellige artikler og fagbøger inden for emneområdet.

I forbindelse med den nye lovgivning på området er der risiko for at anvendt datamateriale er forældet, derfor er der som udgangspunkt anvendt datamateriale, som er så nyt som muligt.

De anvendte artiklerne og fagbøgerne er skrevet af diverse rådgivere og skatteeksperter med baggrund i det private erhvervsliv. Deres synsvinkel og holdning er ikke nødvendigvis identisk med hvad SKAT og de øvrige offentlige myndigheder mener om emnet. Derfor tager opgave også udgangspunkt i relevante retsafgørelser og retspraksis.

Generelt bør der altid tages kritisk forbehold over for anvendte kilder. I denne opgave hvor problemstillingen løses gennem mulighederne i Aktieavancebeskatningsloven, er det derfor vigtigt at forholde sig kritisk over for tolkningerne af loven samt diverse retsafgørelser, som danner baggrund for retspraksis.

6. Afgrænsning

Denne opgave er afgrænset til at omhandle skattemæssige forhold vedrørende danske selskabers beskatning af aktieavancer på porteføljeaktier jf. aktieavancebeskatningsloven (ABL). Opgaven vil have fokus på selskabernes beskatning af porteføljeaktier, og dermed kun i begrænset omfang behandle reglerne om koncernaktier og datterselskabsaktier. Opgaven vil ikke omhandle selskaber, som er næringsdrivende ved køb og salg af aktier. Beskatning af aktieindkomst for personer under 48.300 er fra 2011 til 2012 ændret fra 28% til 27% jf. Personskatteloven. Enkelte beregninger i opgaven forløber over flere indkomstår, i disse beregninger er der anvendt 28% som skatteprocent på udbytteskatten. Dette har ikke påvirkning af konklusionerne i de pågældende beregninger, da denne ændring maksimalt har en årlig påvirkning på 966 kr. svarende til 1% af 96.600, hvilket ikke ændrer væsentligt på skattebeløbene. Opgaven er begrænset til at omhandle paragrafferne 1 til 9, 12 til 14, 23 til 26, 33A og 36 i Aktieavancebeskatningsloven.

7. Gennemgang af lovændringen

I 2008 nedsatte regeringen en Skattekommission, som havde til formål at komme med forslag til en ny skattereform. Skattekommissionen skulle således senest i februar 2009 udgive en rapport, der kunne danne baggrund for en skattereform, som var økonomisk afbalanceret samt tog hensyn til regeringens ambitioner inden for miljø og globalisering. I februar 2009 fremsatte Skattekommissionen en rapport ”Lavere skat på arbejde”, som gav udtryk for at skatterne på arbejde skulle sænkes, for at motivere befolkningen til at arbejde længere, og dermed forøge skattegrundlaget. Målet med skattereformen skulle efter Skattekommissionens holdning omfatte 8 punkter hvoraf et af punkterne var følgende; *”Finansieringen tilvejebringes blandt andet ved en mere ensartet beskatning, færre særordninger og færre muligheder for skattetænkning. Skattesystemet forenkles.”*

I praksis foreslog kommissionen at mellem- og topskatten skulle sænkes med 12 mia. Bundskatten og beskæftigelsesfradragene skulle sænke skatteindtægten med 20 mia., og der skulle indføres kompensation for de grønne afgifter for 3 mia. Det skal nævnes at Skattekommissionen i deres forslag, ikke tog højde for de dynamiske effekter og dermed blev skattelettelserne finansieret direkte med stramninger krone for krone. Skattekommissionen foreslog at finansieringen af skattelettelserne for 35 mia. skulle ske via beskatning af følgende områder²:

- Lavere skat på opsparing og skatteværdi af rentefradrag (8 mia.)
- Højere skat på belastning af klima og miljø m.m. (8 mia.)
- Brede skattegrundlag og mindre skattebegunstigelse af frynsegoder (10 mia.)
- Færre særordninger, mindre støtte og øget brugerbetaling for erhvervslivet (7 mia.)
- Anden finansiering som understøtter fordelingsmæssig balance (2 mia.)

Under punktet ”Færre særordninger, mindre støtte og øget brugerbetaling for erhvervslivet” blev der foreslået en harmonisering af beskatningen af udbytter og aktieavancer sammenlignet med anden indkomst herunder obligationsafkast³. Den øgede beskatning af udbytter og aktieavancer vurderes af SKAT til at bidrage alene med ca. 2 mia. ud af de i alt 7 mia. som

² ”Lavere skat på arbejde” side 15 udgivet af Skattekommissionen

³ ”Lavere skat på arbejde” side 39 udgivet af Skattekommissionen

dette punkt skulle bidrage med⁴. Før den nye Aktieavancebeskatningslov blev avancer på alle aktier der var ejet over 3 år ikke beskattet, hvorimod beskatning af andre indtægter så som renter og afkast på obligationer blev beskattet med 25% selskabsskat. Ydermere var der en lempeligere beskatning på udbytte fra porteføljeaktier, hvor kun 66% af udbyttet blev beskattet.

7.1. Forårspakken 2.0

På baggrund af Skattekommissionens rapport valgte regeringen den 1. marts 2009 at fremlægge Forårspakken 2.0, som havde til formål at sænke skatten på arbejde. Finansieringen af pakken skulle ske ved en række stramninger i skatten, herunder ”Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning”, der blev fremført i lovforslag L 202 2008-2009. Dette var netop et af Skattekommissionens forslag til finansieringen af nedsættelsen af personskatterne. Det var lovforslagets formål at afskaffe særlovgivninger for erhvervslivet og samtidig få erhvervslivet til at finansiere nogle af de skattelettelser som der var fremsat i Forårspakken 2.0⁵. Lovforslaget indeholdte regler om lagerbeskatning af porteføljeaktier samt forbud mod ”omvendte juletræer” via indførelse af værnsregler for mellemholdingselskaber. I det første lovforslag var flere af reglerne ikke fuldstændig afklaret. Efter en høringsrunde blandt en række interesseorganisationer, blev der indført en overgangsregel i forbindelse med selskabernes overgang fra realisationsprincippet til lagerprincippet på porteføljeaktier. Ligeledes blev der udarbejdet en præcisering af undtagelserne vedrørende mellemholdingselskaber.

I forarbejderne til L 202 ses det at flere interesseorganisationer, partier og virksomheder rettede kritik af lovforslaget. Liberal Alliance kritiserede indførelsen af lagerbeskatning eftersom det vil medføre beskatning af urealiserede gevinster⁶.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) rettede i lighed med Liberal Alliance kritik af lagerbeskatningen. FSR kritiserede også de uklare regler om mellemholdingselskaber og

⁴ ”Finanslov 2011: Skattefritagelse af iværksætteraktier” <http://www.skm.dk/publikationer/notater/8332.html>

⁵ L 202: Betænkning over Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. (Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning m.v.) side 3

⁶ L 202: Betænkning over Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. (Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning m.v.) side 4

indførelsen af 10% reglen samt tilhørende dobbeltbeskatning for den personlige hovedaktionær. I den forbindelse ytrede FSR sin holdning om at dobbeltbeskatningen ville resultere i at mange selskaber ville afholde sig fra at investere i unoterede aktier pga. dobbeltbeskatningen⁷.

7.2. De gamle aktieavancebeskatnings regler for selskaber

For selskaber har beskatningen af aktieavancen tidligere ikke været afhængig af ejerandel. Beskatningen blev afgjort ud fra hvor lang tid selskabet havde ejet aktien. Jf. § 8 i den gamle ABL skulle selskabet beskattes af gevinster på realiserede aktier, som selskabet havde ejet i mindre end 3 år. 3-års reglen stammede tilbage fra Statsskatteloven §5 hvor man indførte reglerne om at spekulation skulle beskattes. Det skal dog nævnes, at Statsskatteloven præciserer spekulation som salg inden 2 år efter erhvervelsen. Ved indførelsen af den første aktieavancebeskatningslov i 1981⁸ blev det vedtaget at salg under 3 år ansås for spekulation, og dermed skulle dette beskattes. Tab på aktier ejet under 3 år var et kildeartstab, der kun kunne modregnes i fremtidige gevinster på aktier ejet under 3 år.

Jf. § 26 i den tidligere gældende ABL skulle gevinsten beregnes som gennemsnitsavancen mellem kostprisen og salgsprisen på aktien. Aktierne blev solgt ud fra FIFO-metoden, altså bliver den først købte aktie også solgt først. Gevinster og tab på aktier ejet over 3 år skulle ikke medtages i opgørelsen af den skattepligtige indkomst jf. § 9 i den gamle lov.

Eksempel:

1/1 2006 købes 10 stk. børsnoterede aktier til kostpris 10 kr. pr. aktie, total 100 kr.

20/1 2006 købes yderligere 10. stk. aktier til kostpris 20 kr. pr. aktie, total 200 kr.

Den gennemsnitlige kostpris er dermed 15 kr. pr. aktie.

1/2 2006 sælges 15 stk. aktier til salgspris 18 kr. pr aktie total 270 kr.

⁷ FSRs kommentarer til L 202 af 7. maj 2009 side 7

⁸ TaxCom http://www.dagligmail.dk/jurvejl/singleafsnit.asp?vejl=Den%20juridiske%20vejledning%202011-2&table=VE_denjuridiskevejledning20112&id=440&afsnit=C.B.2.1.2%20Principper%20for%20beskatning%20af%20gevinster%20og%20tab%20ved%20afst%20else%20af%20aktier%20mv.

Avancen beregnes således: salgspris 270 (18x15) - kostpris 225 (15x15) = avance 45 kr. Avancen 45 kr. bliver herefter beskattet på lige fod med selskabets øvrige indtægter når den skattepligtige indkomst skal opgøres.

De tilbageværende 5 aktier har stadig en gennemsnitlig kostpris på 15 kr. pr. aktie.

1/2 2009 sælges de resterende 5 stk. aktier til salgspris 20 pr. Aktie, i alt total 100 kr. Avancen bliver 25 kr.

Dato	Køb/salg	Kostpris/ salgspris	Gennemsnit for handel	Total gennemsnit	Avance pr. aktier	Total avance
1/1 2006	Køb 10 stk.	100	10 kr.	10 kr.		
20/1 2006	Køb 10 stk.	200	20 kr.	15 kr.		
1/2 2006	Salg 15 stk.	270	18 kr.		3 kr.	Skatte- pligtig avance 45 kr.
1/2 2009	Salg 5 stk.	100	20 kr.		5 kr.	Skattefri- avance 25 kr.

Tabel 7.2.1

Den totale avance var således 70 kr. hvoraf de 45 kr. skulle beskattes, mens de sidste 25 kr. ikke beskattes da de har været ejet i over 3 år.

7.3. De nye aktieavancebeskatningsregler for selskaber

Den nye Aktieavancebeskatningslov som blev vedtaget i 2009, indførte opdelingen af selskabernes kapitalbesiddelser i andre selskaber. Loven inddeler ejerandelene i tre niveauer, som lidt simplificeret kan beskrives på følgende måde.

Koncernaktier:

Ejerandele på over 50% jf. ABL § 4B.

Datterselskabsaktier:

Ejerandel mellem 10% og 50% jf. ABL § 4A.

Porteføljeaktier:

Ejerandel under 10% jf. ABL §9.

Aktieavancer og udbyttet på porteføljeaktier skal medtages i den skattepligtige indkomst jf. § 9 i ABL. Negative aktieavancer kan modregnes i den skattepligtige indkomst jf. ABL §9 stk. 2. Ifølge ABL § 23 kan selskaber vælge realisationsprincippet ved beskatning af avancer på unoterede aktier. Hvis selskabet vælger realisationsprincippet gælder dette for alle unoterede aktier. Beskatningen af eventuelle børsnoterede aktier følger stadig lagerprincippet. Ved anvendelse af realisationsprincippet vil tab på unoterede aktier skulle fremføres til modregning i realiserede gevinster på unoterede aktier jf. ABL § 9 stk. 3.

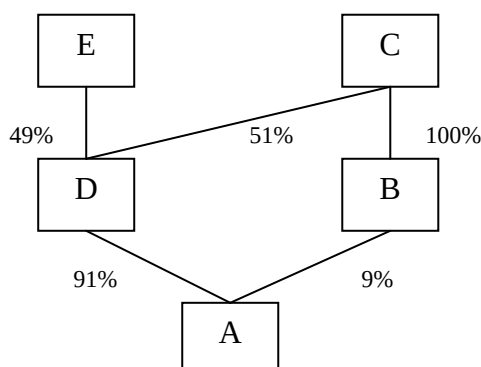
Eksempel:

Hvis det tidligere eksempel blev udført under de nuværende regler med køb i indkomståret 2010, vil hele avancen på 70 kr. skulle tillægges selskabets skattepligtige indkomst.

Ejerandele under 10% som anses for koncernaktier

En koncernaktie betyder jf. ABL § 4b at koncernen samlet set er sambeskattet eller kan sambeskattes. Dette kan betyde at aktier som direkte er portefølje eller datterselskabsaktier faktisk er en koncernaktie når der tages højde for alle ejerandel i koncernen.

Eksempel:



Figur 7.3.1

Eksemplet i figur 7.3.1 viser at selvom B's aktiebesiddelse direkte kun udgør 9% af aktierne i A, vil aktierne være defineret som koncernaktier. Dette begrundes med at C ejer 51% af D og

100% af B så C, B, D og A er sambeskattet, og aktierne i A vil for både C, B og D vedkommende være koncernaktier, mens de for E's vedkommende vil være datterselskabsaktier.

Ejerandele under 10% som anses for datterselskabsaktier

I selskabsstrukturer hvor reglerne om mellemholdingselskaber i ABL § 4A stk. 3 nr. 1-5 ikke er opfyldt, vil aktierne i de underliggende selskaber opnå status som datterselskabsaktier, selvom selskabet indirekte har en ejerandel på under 10% kunne.

7.3.1. Situationer som ikke beskattes efter de nye regler

Hvis man ser på reglerne, ud fra hvilke skattebetalinger SKAT går glip af med den nye lovgivning, kan følgende nævnes. 3-års reglen gjorde at også store aktiebesiddelser over 10% kunne blive beskattet ved salg under 3 år. SKAT går dermed glip af indtægter på alle aktiesalg under 3 år på store aktiebesiddelser, som forholdsmæssigt må antages at kunne give store skattebetalinger, mod at få alle skatteindtægter på avancer på små aktiebesiddelser uanset ejertid. Det er ikke muligt at vurdere om de nye regler giver flere eller færre indtægter lige på dette område, men det må antages at der skal mange avancer på salg under 10%, til at opveje et salg hvor avancen på alle aktier bliver beskattet. For mange koncerner betyder dette, at koncernerne kan gøre deres koncernstruktur mere fleksibel ved at sælge datterselskabs- eller koncernaktier imellem koncernens selskaber uanset ejertid. Dette ville tidligere kunne resultere i skattebetalinger, hvis salget skete inden aktierne havde været ejet i 3 år. Skat går dermed glip af hurtige gevinster på datterselskabs- og koncernaktier f.eks. i forbindelse med vækstvirksomheder, hvor iværksættere og investorer tager imod et favorabelt tilbud fra en køber, selvom aktierne har været ejet i under 3 år. Det må antages at disse enkeltstående salg, hvor avancen har været stor, kan få stor betydning for skatteindtægterne. Samtidig må det formodes at det er lettere at kontrollere om et selskab har ejet de pågældende aktier i over eller under 3 år, end at kontrollere om ejerskabet er over eller under 10%. Overholdelse af 3-års reglen kan f.eks. kontrolleres ud fra de likvide transaktioner, selskabsregistreringer samt bogføring og årsregnskaber. Det kan derimod være mere besværligt at kontrollere om et selskab ejer over eller under 10% af de pågældende aktier, så længe der ikke eksisterer et elektronisk ejerregister over personers og selskabers ejerandele.

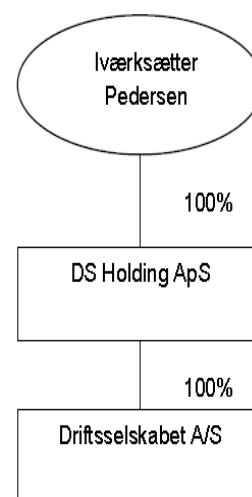
8. Casevirksomheden Driftsselskabet A/S

I forbindelse med indførslen af den nye aktieavancebeskatningslov blev der introduceret en række begreber så som statusskifte, mellemholdingselskaber og porteføljeaktier. I det følgende afsnit redegøres der for de muligheder nuværende og fremtidige aktionærer har, for at sikre sig dels mod et statusskifte, dels mod at miste muligheden for at modtage skattefrie udbytter. Der tages udgangspunkt i nedenstående casevirksomhed.

8.1. Beskrivelse af virksomhedens livsforløb

Step 1

Iværksætter Pedersen stifter Driftsselskabet A/S. Driftsselskabet A/S skal udvikle, producere og sælge komponenter til kommunikationsindustrien. Selskabet har brug for at der hentes udefrakommende know-how og kapital for at opnå succes. Iværksætter Pedersen ansætter medarbejderne 1 og 2. Iværksætter Pedersen har aftalt med medarbejderne at de kan blive medejer af Driftsselskabet A/S, med en ejerandel på henholdsvis 20% og 5%, hvis selskabet opnår nogle givne resultater. Driftsselskabet A/S udlodder hvert år årets overskud, således at afkastet er sikret mod evt. krav eller lignende fra omverdenen.

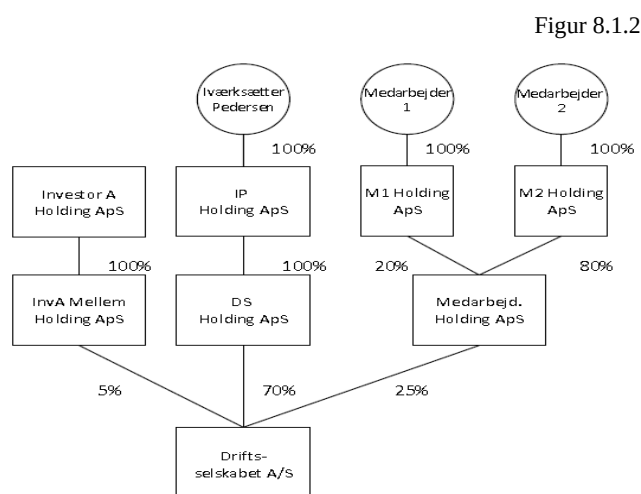


Figur 8.1.1

Problemstillingen i dette step er valg af selskabsstruktur for Iværksætter Pedersen.

Step 2

Driftsselskabet A/S opnår de aftalte milepæle og medarbejder 1 og 2 bliver medejer med en ejerandel på henholdsvis 5% og 20%. Selskabet har brug for en investor, som kan bidrage med erhvervsrådgivning samt fremtidig



Figur 8.1.2

kapital. Derfor kontaktes Investor A. Investor A køber i første omgang 5% af Iværksætter Pedersens aktier, og der aftales en række milepæle, hvor Investor A kan tegne eller købe yderligere aktier.

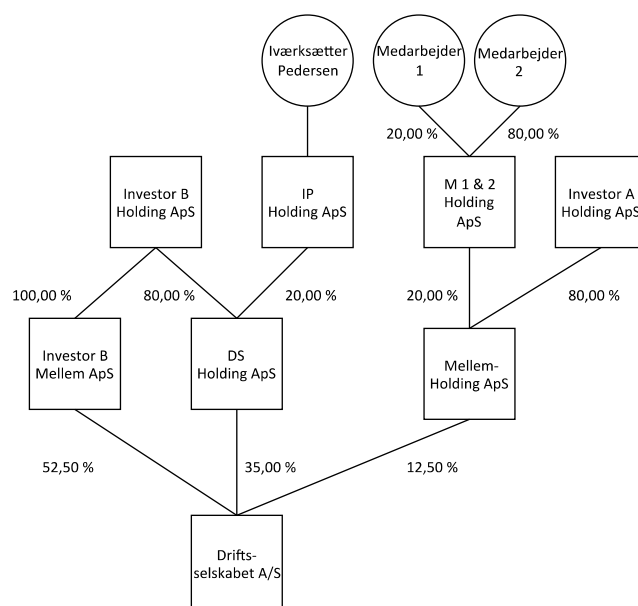
Problemstillinger i dette step er at opstille den mest optimale struktur for investorerne samt vælge den bedste beskatningsform.

Step 3

Den positive udvikling forsætter i Driftsselskabet A/S. Iværksætter Pedersen mener at tiden er inde til at få en eller flere kapitalstærke investorer ind i selskabets ejerkreds, så Driftsselskabet A/S kan realisere sit store potentiale.

Iværksætter Pedersen får kontakt til Investor B, som sammen med Investor A vælger at tegne aktier gennem en kapitalforhøjelse og et efterfølgende køb af aktier fra henholdsvis Iværksætter Pedersen og de to medarbejdere.

Problemstillingen i dette step er at vælge den bedste løsning for hvordan investorerne skal indtræde, når der bliver behov for tilførsel af likviditet og samtidig undgå uhensigtsmæssig beskatning for de oprindelige kapitalejere.



Figur 8.1.3

Step 4

Afslutningsvis bliver selskabet kontaktet af en kapitalfond, som gerne vil købe Driftsselskabet A/S.

Problemstillingen i dette step er at vælge den mest optimale måde, hvorpå investorerne kan afhænde deres aktier i Driftsselskabet A/S og samtidig begrænse beskatningen af avancen mest muligt.

I det ovenstående er der beskrevet fire step, hvor ejerandelene i Driftsselskabet A/S ændres imellem kapitalejerne for hvert step. Disse step har skattemæssige konsekvenser for de forskellige kapitalejere. De næste afsnit vil analysere disse konsekvenser for de enkelte kapitalejer efter hvert step, og beskrive hvilke muligheder de enkelte kapitalejere har for at optimere deres skattemæssige situation. Casevirksomhedens step er udformet således, at kapitalejerne ikke nødvendigvis har samme ønske om den overliggende holdingkonstruktion for Driftsselskabet A/S.

Der tages udgangspunkt i at driftsselskabets skattepligtige indkomst hvert år er positiv. De enkelte kapitalejeres øvrige skattemæssige forhold tages kun i betragtning, hvis det har væsentlig betydning for de dispositioner den enkelte kapitalejer måtte have. For hvert step tages der udgangspunkt i at kapitalejerne ikke har kendskab til de næste step. Dermed er kapitalejerne nødsaget til at tage alle forholdsregler for at opnå den bedst mulige selskabsstruktur.

9. Step 1

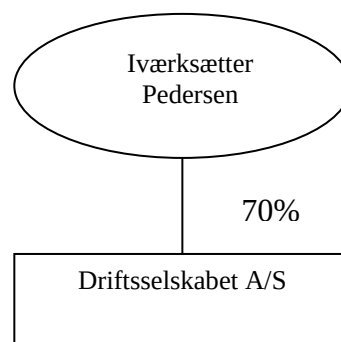
Iværksætter Pedersen påtænker at starte Driftsselskabet A/S og skal allerede nu overveje hvilken selskabskonstruktion han ønsker. Iværksætter Pedersen bør allerede nu gøre sig klart hvilket mål han har med dette selskab. Har han et ønske og en forventning om at beholde ejerskabet 100%, eller er det forventningen at know-how og arbejdskapital skal tiltrækkes ved at afgive ejerandele.

9.1. Direkte ejerskab

Iværksætter Pedersens kan vælge at stifte Driftsselskabet A/S, med direkte ejerskab eller gennem en holdingkonstruktion. En struktur hvor Iværksætter Pedersen direkte ejer Driftsselskabet A/S vil bl.a. have de konsekvenser at enhver udlodning fra Driftsselskabet A/S vil komme til direkte beskatning som aktieindkomst med 27% eller 42% jf. PSL §8a. Endvidere kan et direkte ejerskab medfører en utilsigtet personlig beskatning hos Iværksætter Pedersen ved et salg af aktierne.

Figur 9.1.1

Tages der udgangspunkt i ønsket om at udvide ejerkredsen, for at tiltrække den nødvendige know-how eller/og kapital, kan dette gøres enten via salg af eksisterende aktier eller nytegning.



En nytegning af aktierne i Driftsselskabet A/S af en udefrakommende investor eller medarbejder vil i første omgang ikke have skattemæssige konsekvenser for Iværksætter Pedersen, når denne har direkte ejerandele i Driftsselskabet A/S. Dette skyldes at Iværksætter Pedersen ikke får noget privat provenu af nytegningen, så længe selskabet ikke udlodder udbytte. Beskatningen af provenuet af nytegningen vil først blive beskattet, når Iværksætter Pedersen modtager udbytte.

Et salg af eksisterende aktier til nøglemedarbejder eller udefrakommende investorer, vil for Iværksætter Pedersen medføre en avanceberegning på de solgte aktier. En eventuel positiv

avance vil komme til direkte beskatning som aktieindkomst for Iværksætter Pedersen efter bestemmelserne omkring salg af unoterede aktier jf. ABL LBKG 89 af 25.01.10.

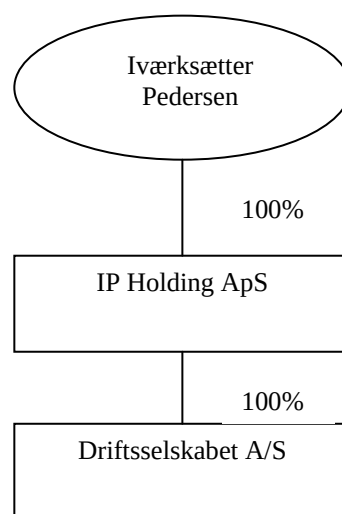
Hvis der senere bliver behov for at opbygge en holdingstruktur via en skattefri aktieombytning uden tilladelse fra SKAT, vil det medføre at Iværksætter Pedersen ikke kan sælge aktierne de første 3 år efter aktieombytningen⁹. Det direkte ejerskab vil altså både have skattemæssige konsekvenser og konsekvenser for fleksibiliteten af den fremtidige koncernstrukturen.

9.2. Holdingkonstruktion Iværksætter Pedersen

Det må antages at hovedparten af alle kapitalejere ønsker at nå opnå et økonomisk afkast, samt en begrænsning af deres risiko. Derfor kan det måske være en fordel for Iværksætter Pedersen at vælge en holdingkonstruktion, som begrænser risikoen for det økonomiske afkast.

Figur 9.2.1

Iværksætter Pedersen vil i det netop beskrevne afsnit blive beskattet af enhver udlodning fra Driftsselskabet A/S, da dette er direkte ejet. Hver gang Iværksætter Pedersen ønsker at sikre en del af det økonomiske afkast, der er skabt i Driftsselskabet A/S, vil det komme til direkte beskatning hos ham. Iværksætter Pedersen kunne naturligvis blot vælge at lade det økonomiske afkast akkumulere op i Driftsselskabet A/S. Dette indebærer dog en risiko for at dette afkast efterfølgende tabes, hvis der gøres krav mod Driftsselskabet A/S. Som nævnt tidligere ønsker Iværksætter Pedersen at sikre sit afkast i Driftsselskabet



A/S, ved hvert år at udlodde årets resultat. Iværksætter Pedersen kan vælge en simpel holding-drift struktur, som er illustreret i figur 9.2.1, hvor Iværksætter Pedersen ejer 100 % af IP Holding ApS og IP holding ApS ejer 100 % af Driftsselskabet A/S.

⁹ Aktieavancebeskatningslovens § 36 stk. 6 pkt. 3. Som regel vil en skattefri aktieombytning med tilladelse også betyde et ejertidskrav på 3 år jf. retspraksis.

Gennem denne simple struktur kan Driftsselskabet A/S udlodde skattefrie udbytter til IP Holding ApS. Dette skyldes at IP Holding ApS har en ejerandel af Driftsselskabet A/S på 10% eller mere. I dette tilfælde er aktierne koncernaktier. Udbyttet fra Driftsselskabet A/S kan derved sikres i IP Holding ApS, idet det antages at der ikke er hæftelser eller forpligtelse af nogen art mellem IP Holding ApS og Driftsselskabet A/S.

Iværksætter Pedersen kan via denne konstruktion i figur 9.2.1 vælge at lade udbyttet fra Driftsselskabet A/S akkumulere i IP Holding ApS, hvor den forretningsmæssige risiko er minimeret set i forhold til Driftsselskabet A/S. Endvidere står det Iværksætter Pedersen frit for om der skal udloddes fra IP Holding ApS til Iværksætter Pedersen, eller om IP Holding ApS skal investere i andre projekter.

I forbindelse med udvidelse af ejerkredsen for at tiltrække nøglemedarbejdere eller ny kapital, vil de skattemæssige konsekvenser ved en holdingstruktur adskiller sig fra et direkte ejerskab. Ved direkte ejerskabet kan ejerkredsen udvides enten via nytegning eller gennem salg af eksisterende aktier. Ved etablering af holdingstruktur kan der ske salg af eksisterende aktier, enten ved at IP Holding ApS sælger en andel af sine aktier i Driftsselskabet A/S, eller Iværksætter Pedersen sælger en andel af sine aktier i IP Holding ApS. Et salg af aktierne i IP Holding ApS vil have samme konsekvenser som ved et direkte ejerskab af aktierne. Der skal foretages en avanceberegning af aktierne, og avancen heraf kommer til personlig beskatning hos Iværksætter Pedersen som aktieindkomst.

Et salg af aktierne i Driftsselskabet A/S vil ikke være skattepligtig for IP Holding ApS, idet IP Holding ApS besidder 10% eller mere af aktierne i Driftsselskabet A/S. Et salg af holdingselskabets aktier i Driftsselskabet A/S vil medføre, at IP Holding ApS ejerandel formindskes. Et mindre salg evt. til medarbejderne vil dog ikke påvirke IP Holding ApS ejerandel i væsentlig grad. Forventningen til evt. fremtidige frasalg eller kapitaludvidelse bør overvejes i denne forbindelse. Ved frasalg eller kapitaludvidelse direkte i Driftsselskabet A/S kan IP Holding ApS med tiden komme i en situation, hvor selskabets ejerandel af Driftsselskabet A/S kommer under 10%. Denne situation vil medføre et statusskifte fra datterselskabsaktier eller koncernaktier til porteføljeaktier, derved mister IP Holding ApS muligheden for skattefrie udbytter og gevinster.

9.2.1. Mellemholding Iværksætter Pedersen

Iværksætter Pedersen må, med tanke på forventningen til den fremtidige struktur, allerede nu overveje, hvorledes det kan sikres at IP Holding ApS også i fremtiden kan modtage skattefrie udbytter. Dette kan i nogen situationer løses via et mellemholdingselskab.

9.2.2. Værnsregel mod mellemholdingselskaber

Inden Forårspakken 2.0 blev indført, kunne et selskab, som ejede 10% af et datterselskab modtage skattefrie udbytter. Denne regel var indført for at beskatte udbytteafkastet for selskaber med små ejerandele under 10% på lige fod med afkast af bankindestående, obligationer og andre lignende investeringer. I dette regelsæt var der dog ikke taget højde for omvendte juletræer. Hvis to selskaber med hver 5% ejerskab puljede deres aktier i et fælles holdingselskab og dermed hver opnåede 50% ejerskab af det fælles holdingselskab, som dermed ejede 10% af det underliggende selskab, ville de to selskaber, der indirekte stadig havde et ejerskab på 5% kunne modtage skattefrie udbytter. Derimod ville et selskab, som ejede 5% af aktierne direkte skulle betale en udbytte skat på 16,5%. Ved indførelsen af Forårspakken 2.0 og begrebet porteføljeaktier blev det vedtaget, at omvendte juletræer ikke skulle kunne gøre udbytter og avancer skattefrie. Der blev derfor indført en værnsregel mod mellemholdingselskaber, hvori selskaber med indirekte ejerandele på under 10% puljede deres aktiebesiddelser af unoterede aktier.

Værnsreglen træder i kraft hvis alle fem følgende forhold er opfyldt¹⁰:

1. Mellemholdingselskabet har som primær funktion at eje datterselskabsaktier og koncernaktier.
2. Mellemholdingselskabet udøver ikke reel økonomisk virksomhed vedrørende aktiebesiddelsen.
3. Mellemholdingselskabet ejer ikke hele aktiekapitalen i datterselskabet.
4. Aktierne i mellemholdingselskabet er ikke optaget til handel på et reguleret marked.
5. Mellemholdingselskabet ejes med mere end 50% af selskaber, som ikke selv ville kunne modtage skattefrit udbytte, hvis der var tale om et direkte ejerskab.

¹⁰ Aktieavancebeskatningslovens § 4A stk. 3

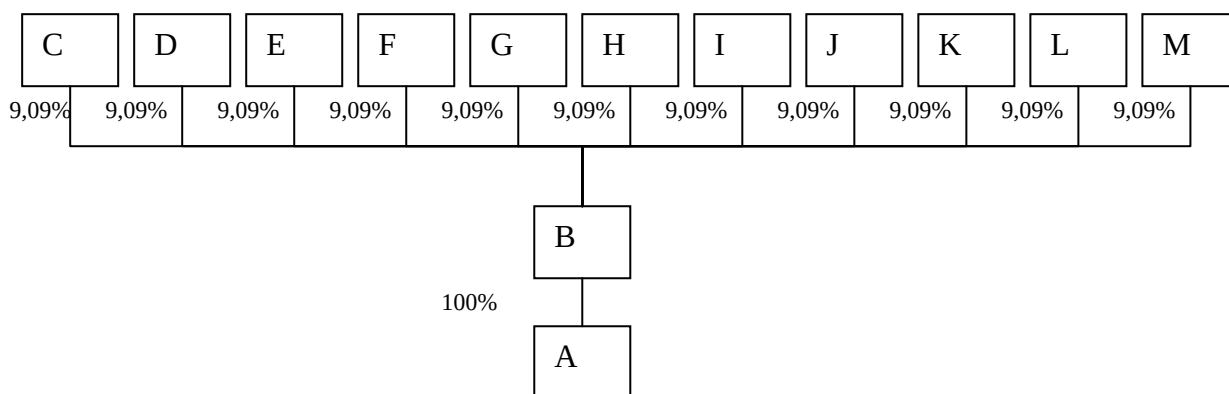
Indledningsvist omtales punkt 3 og 4, fordi disse to punkter er besværlige for selskaberne at påvirke for at undgå værnsreglen.

ABL § 4A stk. 3 punkt 3: Mellemholdingselskabet ejer ikke hele aktiekapitalen i datterselskabet.

Dette punkt understreger følgende:

Hvis et selskab er 100% ejet af et andet selskab, gør det ikke nogen forskel på de indirekte ejerskaber og omvendte juletræer. Et holdingselskab, som ejer 100% af et datterselskab skal ikke kunne klasificeres som et mellemholdingselskab. Se nedenstående to eksempler.

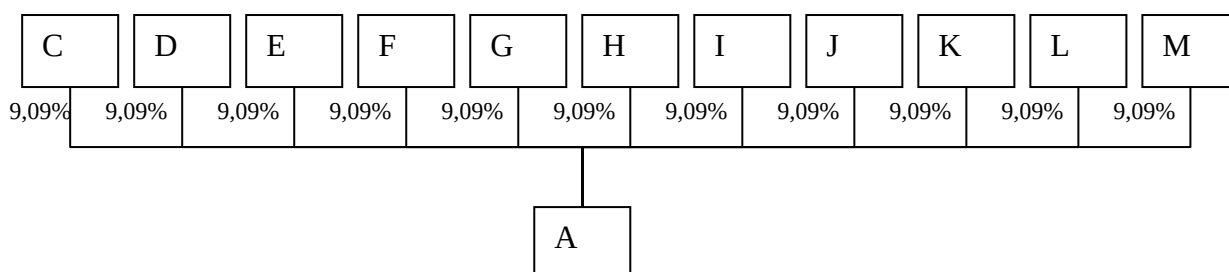
Eksempel 1



Figur 9.2.2.1

B kan modtage skattefrie udbytter og sælge A skattefrit, men hvis der udloddes fra B til selskaberne som ejer B vil der skulle betales udbytteskat.

Eksempel 2



Figur 9.2.2.2

Udbytter fra A skal beskattes ligesom udbytter fra B i eksempel 1.

Punkt 4: Aktierne i mellemholdingselskabet er ikke optaget til handel på et reguleret marked.

Punkt 4 har den betydning af et selskab, som ejer en del af et børsnoteret selskab ikke skal holde styr på aktieavancer og udbytter, som ejes gennem børsnoterede selskaber. Disse avancer bliver beskattet i det børsnoterede selskab, og det ultimative selskab, som ejer de børsnoterede aktier vil skulle beskattes af avancer og udbytter fra det børsnoterede selskab efter lagerprincippet jf. ABL § 23 stk. 6, medmindre at der ejes over 10% af aktierne og det dermed ikke er en porteføljeaktier.

For selskaberne er det vigtigste at fokusere på er punkt 1, 2 og 5, da det er disse punkter som ejerkredsen kan påvirke således at en eventuel dobbeltbeskatning kan undgås.

ABL § 4A stk. 3 punkt 1: Mellemholdingselskabet har som primær funktion at eje datterselskabsaktier og koncernaktier.

Om et mellemholdingselskab har som primær funktion at eje datterselskabsaktier og koncernaktier vil altid være en vurderingssag. Der er således ikke opstillet et klart regelsæt for, hvad der skal til for at et selskabs primære funktion er at eje datterselskabs- og koncernaktier.

Følgende forhold kan påvirke hvad der er selskabets primære funktion:

- Selskabets formålparagraf
- Fordelingen af selskabets indtægter mellem aktiebesiddelser og øvrige aktiviteter.
- Fordelingen af selskabets aktiver mellem aktiebesiddelser og øvrige aktiviteter.
- Ledelsens og medarbejderne kompetencer inden for selskabets aktiviteter

Hvis selskabets formålparagraf omtaler at selskabet har til formål at investere i aktier, så vil dette tale for at selskabet har som primær funktion at eje koncern- og datterselskabsaktier.

Jf. udtalelse fra Skatteministeriet er det ikke nok, at selskabets vedtægtsmæssige formål er noget andet end investering i aktier for at undgå, at selskabets primære funktion er investering

i aktier¹¹. Skatteministeriet udtaler ligeledes at vurderingen vil tage udgangspunkt i de faktiske forhold. Hvis det ved en sammenligning af selskabets aktiviteter kan sandsynliggøres, at selskabets primære funktion er en anden end at eje datterselskabs- og koncernaktier, vil selskabet kunne undgå at værnsreglen træder i kraft¹².

Består en stor del af selskabets indtægter og aktier af koncern- og datterselskabsaktier, vil selskabet formentlig være omfattet af værnsreglen, men om andelen skal være over 50% for at det er den primære funktion, er der ikke lavet nogen faste retningslinier om.

Hvis ledelsen eller størstedelen af de ansatte i selskabet har kompetencer inden for handel af aktier vil dette kunne medføre at dette er selskabs primære funktion.

ABL § 4A stk. 3 punkt 2: Mellemløbselskabet udøver ikke reel økonomisk virksomhed vedrørende aktiebesiddelsen.

Dette punkt er også indbefattet med usikkerhed og manglende regelsæt. Det er usikkert hvad der skal til, for at der er tale om reel økonomisk virksomhed. Dette kunne være at mellemløbselskabet deltager aktivt i porteføljeselskabet og har betydende indflydelse f.eks. ved at besidde bestyrelsesposter eller yde assistance og administration for porteføljeselskabet. En anden mulighed kunne være, at porteføljeaktien vedrører et selskab som har stor tilknytning til mellemløbselskabets aktivitet. Dette kunne være aktier i en fællesindkøbsforening, der er afgørende for at kunne foretage indkøb gennem indkøbsforeningen.

Skatteministeriet nævner selv over for FSR¹³, at deres definition af reel økonomisk virksomhed betyder, at mellemløbselskabet bl.a. har egne lokaler, personale og det rette udstyr til at kunne fungere som en virksomhed, der kan yde assistance til det eller de selskaber som det har investeret i. Yderligere udtaler Skatteministeriet følgende: *”Der vil således være reel økonomisk virksomhed i tilfælde, hvor mellemløbselskabet har egne lokaler til rådighed og har ansat personale til varetagelse af nødvendige administrative opgaver og forvaltning af mellemløbselskabets investering i datterselskabet ved aktiv*

¹¹ Skatteudvalget 2008-09 L 202 Bilag 41 side 20

¹² Skatteudvalget 2008-09 L 202 Bilag 41 side 20-21

¹³ Skatteudvalget 2008-09 L 202 Bilag 41 side 24-26

deltagelse i bestyrelsesmøder og/eller direktion.”¹⁴ I samme forbindelse giver Skatteministeriet udtryk for at det ikke er reel økonomisk virksomhed, hvis mellemholdingselskabet har outsourcet disse ydelser og dermed køber ydelserne hos en underleverandør af administration og ledelse.

ABL § 4A stk. 3 punkt 5: Mellemholdingselskabet ejes med mere end 50% af selskaber, som ikke selv ville kunne modtage skattefrit udbytte, hvis der var tale om et direkte ejerskab.

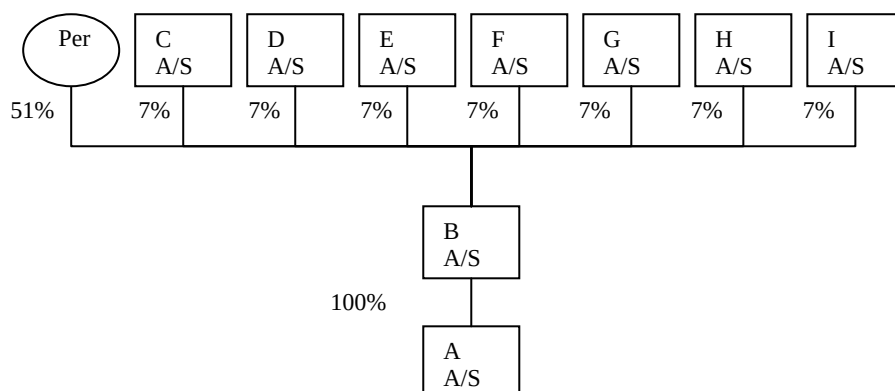
Til forskel for punkt 1 og 2 er punkt 5 en meget klar regel, som betyder at hvis over halvdelen af selskabet ejes af selskaber, som ikke vil kunne modtage skattefrit udbytte, så vil aktieavancer og aktieudbytter være skattepligtige.

Dette er en klar regel, der ikke kan misforstås eller misfortolkes. Derfor er det også lettest ud fra denne regel at vurdere, om der er mulighed for at konstruere sig uden om værnsreglerne. Hvis aktionærerne i et eksisterende eller fremtidigt mellemholdingselskab kan blive enige om, at omfordele aktierne således at mere en halvdelen af aktionærerne i mellemholdingselskabet kan modtage skattefrit udbytte, vil det være muligt at opnå skattefrihed, selvom der er aktionærer, som med et direkte ejerskab ikke ville kunne opnå skattefrihed vedr. aktieavancer og aktieudbytter.

Det skal bemærkes at hvis mere en 50% af mellemholdingselskabet ejes af personer, vil der også kunne opnås skattefrihed på udbytter og aktieavancer, fordi værnsreglen i punkt 5 kun omtaler selskaber. Dermed vil personer i ejerkredsen kunne medvirke til at mellemholdingselskabet ikke bliver omfattet af værnsreglen.

¹⁴ Skatteudvalget 2008-09 L 202 Bilag 41 side 25

Eksempel på struktur hvor en person gør at selskab B ikke bliver omfattet af reglerne om mellemholding:



Figur 9.2.2.3

Hindringerne for at kunne foretage en sådan omstrukturering kan være mange. Nedenunder er opstillet nogle af de mest hyppige forhindringer:

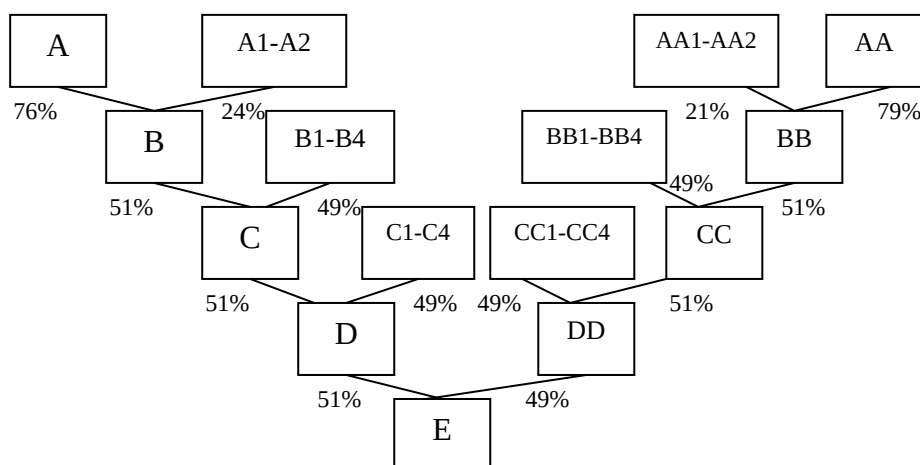
- Aktionæroverenskomster
- Vedtægtsbegrænsninger
- Uenigheder i aktionærkredsen
- Ændringerne medfører u hensigtsmæssige ejerstrukturer
- Aktieavancer ved de krævede aktiehandler
- Aktieavancer ved statusskifte i forbindelse med omstruktureringen

Hvis aktionæroverenskomsterne foreskriver, at et salg af aktier skal tilbydes de øvrige aktionærer til en favorabel pris eller andre begrænsninger, vil dette kunne medføre at det ikke er muligt at ændre ejerstrukturen. Selskabernes vedtægter kan ligesom aktionæroverenskomsterne indeholde begrænsninger omkring ejerskab og ændringer af den nuværende struktur, som gør det umuligt at ændre på strukturen. Uenigheder i aktionærkredsen kan sætte en stopper for omstruktureringen, hvis aktionærene ikke kan blive enige om at vedtage de fornødne ændringer. For nogle koncerner er selskabsstrukturen vedtaget af andre grunde end de skattemæssige. De ændringer, som kan være skattemæssige nødvendige for at opnå skattefrihed, kan skabe problemer i andre forhold, der er vigtige for at koncernen kan fungere optimalt. Omstruktureringerne kan også medføre u hensigtsmæssige aktieavancer ved salg eller statusskifte, som medfører beskatning. Hvis der f.eks. skal handles

aktier mellem selskaberne vil dette kunne medføre beskatning, såfremt en kapitalejers aktier skifter status fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier eller hvis en porteføljeaktionær er nødsaget til at sælge aktier for at opnå den krævede struktur.

9.2.3. Mellemlholding og koncernaktier

I figur 9.2.3.1 ses en struktur hvor A's aktier i E er koncernaktier, fordi A har bestemmende indflydelse i B, og B har bestemmende indflydelse i C osv. Dette betyder, at selvom at A indirekte kun ejer 10,0814761% af E, så er aktierne i E koncernaktier jf. reglerne i Aktieavancebeskatningslovens § 4B. Grunden til dette er at selskaberne A, B, C og D er sambeskattet jf. reglerne om bestemmende indflydelser i Selskabslovens § 31. Denne struktur vil kunne forgrenes ud således at E ejes af D og fire øvrige ejere med hver 12,25% og samtidig ejes D af C og fire øvrige ejere med hver 12,25 osv. På denne måde vil ejere i hvert niveau kunne modtage skattefrie udbytter selvom ejerandelen er langt under 10%. Denne model vil kunne anvendes i selskaber med mange partnere eller i selskaber mange små aktionærer f.eks. selskaber hvor medarbejderne har medejerskab. Ulempen ved denne model er at A har aktiemajoriteten selv ved et ejerskab på kun lidt over 10%. Derfor er modellen ikke særlig demokratisk, derimod er den velegnet i en virksomhed hvor den tidligere hovedaktionær vil foretage generationsskifte, men ikke vil afgive sin stemme majoritet.



Figur 9.2.3.1

I selskabsstrukturen i figur 9.2.3.1 vil det indirekte ejerskab kunne fordeles således:

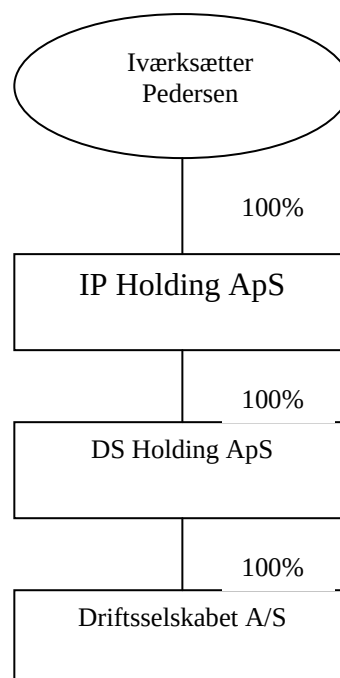
Selskab(er)		Selskab(er)	Indirekte ejerskab	Total
A	1x10,0815%	AA	1x10,0685%	20,2%
A1-A2	2x1,625%	AA1-AA2	2x1,338%	5,8%
B1-B4	4x3,186%	BB1-BB4	4x3,06%	25%
C1-C4	4x6,2475%	CC1-CC4	4x6,0025%	49%
Total	51%		49%	100%

9.2.4. Etablering af mellemholdingselskab for Iværksætter Pedersen

Et værn mod en situation hvor Iværksætter Pedersens holdingselskab IP Holding ApS ender som porteføljeaktionær af Driftsselskabet A/S er, at Iværksætter Pedersen pulje sig med andre kapitalejere. Hvis IP Holding ApS puljer sig i et mellemholdingselskab med et eller flere selskaber, der enkeltvis ejer 10% eller mere i Driftsselskabet A/S og mere end 50% af ejerne kan modtage skattefrie udbytter, vil IP Holding ApS altid kunne modtage skattefrie udbytter.

Figur 9.2.4.1

I et mellemholdingselskab hvor Iværksætter Pedersen kan modtage skattefrie udbytter selvom ejerskabet indirekte under 10%, vil Iværksætter Pedersen være mindretalsaktionær, idet han er nødt til at pulje sig med mindst en kapitalejer der kan modtage skattefrie udbytter og dermed bliver denne kapitalejer hovedaktionær. Denne konstellation betyder at Iværksætter Pedersen må afgive den bestemmende indflydelse i mellemholdingsselskabet, til fordel for muligheden for at modtage skattefrie udbytter. Hvis det er IP Holding ApS, der anvendes som mellemholdingselskab vil Iværksætter Pedersen samtidig miste indflydelsen på udbyttestrømmen når han ikke længere er hovedaktionær. Iværksætter Pedersen mister endvidere muligheden for at foretage andre investeringer og lignende såfremt han ønsker dette, hvis ikke de øvrige kapitalejer i IP Holding ApS er enige med Iværksætter Pedersen.



Ønsker Iværksætter Pedersen forsat muligheden for at akkumulere værdier og foretage andre investeringer i et af ham 100% ejet selskab, bør han placere et selskab DS Holding ApS mellem IP Holding ApS og Driftsselskabet A/S, der fungerer som mellemholdingselskab. Hvis denne struktur etableres, sikrer han muligheden for alene at kunne styre udbyttet til ham privat samt evt. andre investeringer gennem IP Holding ApS.

I tilfældet af at Iværksætter Pedersen ikke får behov for mellemholdingselskabet, vil en simpel lodret fusion mellem DS Holding ApS og IP Holding ApS opløse mellemholdingselskabet¹⁵. Hvis der bliver behov for yderligere mellemholdingselskaber er det muligt ved aktieombytning at placere selskaber imellem de eksisterende selskaber¹⁶.

Iværksætter Pedersen står ved stiftelsen af Driftsselskabet A/S overfor en lang række overvejelser i forbindelse med valget af selskabsstruktur. Forventningen til selskabets fremtidige udvikling og kapitalbehov er de væsentligste faktorer, men det er samtidige faktorer der kan være svære at forudsige. Usikkerheden bør tilskønne en struktur der er så fleksibel som mulig, og tillader andre aktionærers indtræden, hvor primært Iværksætter Pedersen bibeholder muligheden for at modtage skattefrie udbytter.

Iværksætter Pedersen bør indrette sin selskabsstruktur omkring Driftsselskabet A/S med et holdingselskab, der kan anvendes som mellemholdingselskab, samt et overliggende holdingselskab der forbliver 100 % ejet af Iværksætter Pedersen. Strukturen er illustreret i figur 9.2.4.1.

¹⁵ Fusionsskattelovens §6

¹⁶ Aktieavancebeskatningslovens §36

10. Step 2

Iværksætter Pedersen har nu fået etableret sin selskabsstruktur, som det fremgår af figur 9.2.4.1. Han har nu indset at det er nødvendigt at tiltrække en række kapaciteter på medarbejdersiden, hvis Driftsselskabet A/S skal realiseres og følge den planlagte forretningsplan. Iværksætter Pedersen har fundet de ønskede medarbejdere. Han har i forsøget på at tiltrække dem til netop Driftsselskabet A/S vurderet, at det vil være nødvendigt at tilbyde dem medejerskab. Iværksætter Pedersen er indstillet på at afgive op til 20% af Driftsselskabet A/S.

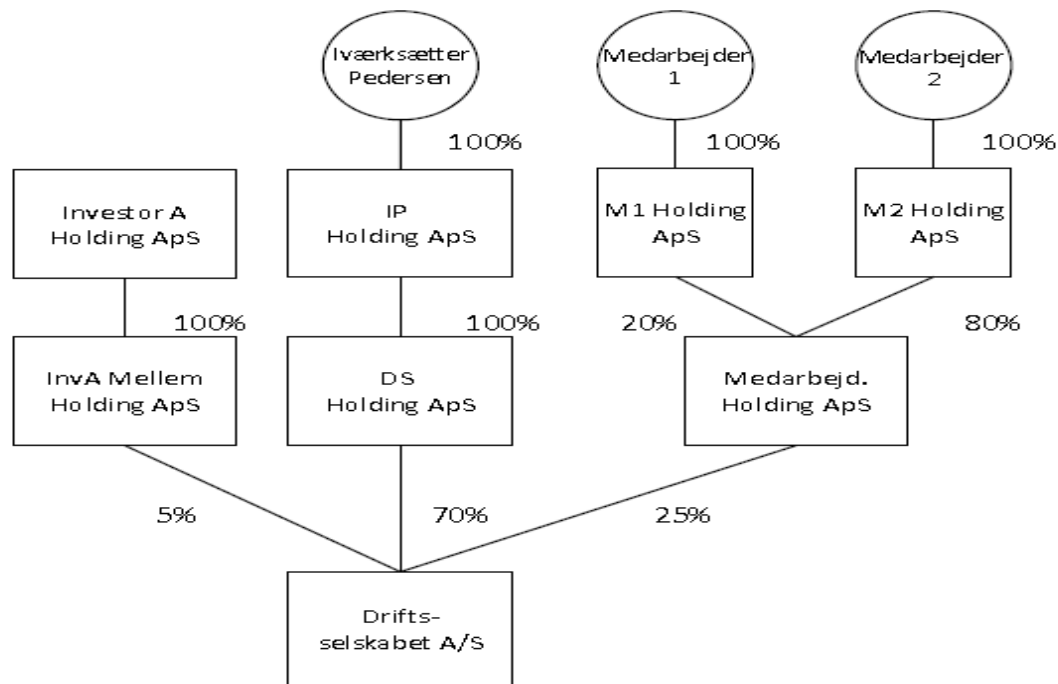
Forhandlingerne med de to udvalgte medarbejdere forløber ikke som forventet for Iværksætter Pedersen. Særligt en, af de forhåbentligt kommende medarbejdere, kræver et ejerskab på 20%. Forhandling ender med at Iværksætter Pedersen tilbyder at afgive i alt 25% af ejerskabet i Driftsselskabet. Det aftales at medarbejder1 erhverver 20% og medarbejder2 erhverver 5%.

Samtidig med forhandlingerne med medarbejderne er Iværksætter Pedersen blevet kontaktet af Investor A, der gennem en længere periode har vist interesse for Driftsselskabet A/S. Investor A er en businessangel med en lang række mindre investeringer. Investor A kan bidrage med økonomisk og erhvervsmæssig rådgivning samt et større erhvervsmæssigt netværk for Driftsselskabet A/S. Investor A ønsker at følge Driftsselskabet A/S løbende med en mindre investering på 5%, med mulighed for senere at øge sin andel afhængig af selskabets udvikling.

10.1. Kapitalforhøjelse eller salg af eksisterende aktier

Medarbejder 1 og 2 samt Investor A bør indrette deres selskabsstruktur omkring Driftsselskabet A/S som illustreret i figur 10.1.1 Efter der er opnået enighed omkring ejerandele og struktur, er næste skridt at vælge om der skal sælges aktier eller om der skal tegnes nye aktier for at opnå den valgte ejerstruktur.

Den valgte selskabsstruktur i step 2



Figur 10.1.1

Det indirekte ejerskab

Iværksætter Pedersen	70%
Medarbejder 2	20%
Medarbejder 1	5%
Investor A	5%
I alt	100%

Fordeling kan enten ske via en nytægning af aktier i Driftsselskabet A/S eller gennem et salg af de eksisterende aktier. Kapitalejerne bør overveje om de skattemæssige konsekvenser ved de to fremgangsmåder for de enkelte kapitalejer.

Parterne er blevet enige om at aktierne i Driftsselskabet A/S har forøget sin værdi til kr. 2 millioner og dette vil være udgangspunktet i forbindelse med indtræden af de nye kapitalejere. Beløbet er i denne sammenhæng ikke afgørende, men blot en indikator der kan danne grundlag for beregningen.

10.1.1. Aktiesalg

Ved et aktiesalg sælger Iværksætter Pedersen via DS Holding ApS aktier svarende til 30% nom. 300.000 aktier. Der sælges nom. 200.000 til Medarbejder1, nom. 50.000 til Medarbejder2 og nom. 50.000 til Investor A. På baggrund af værdiansættelsen på kr. 2 million er prisen pr. Aktie kurs 200.

Iværksætter Pedersens skattefrie aktieavance:

Salgspris, 300.000 nom. kurs 200.	600.000
Anskaffelsesum	-300.000
Skattefri avance	300.000

Avancen for DS Holding ApS vil være skattefri, idet selskabet sælger koncernaktier. Anskaffessummen for de restende aktierne er uændret for DS Holding ApS.

Anskaffelsesprisen for de nye kapitalejer er følgende:

Medarbejder 1: kr.100.000

Medarbejder 2: kr. 400.000

Investor A: kr.100.000

Kapitalen i Driftsselskabet A/S bliver ikke påvirket i forbindelse med salget af aktierne. Det samlede likviditetsbehov hos de nye kapitalejere er kr. 600.000.

10.1.2. Kapitalforhøjelse

Alternativet til aktiesalg er nytegning af aktier i Driftsselskabet A/S. En nytegning af aktierne i Driftsselskabet A/S betyder at Iværksætter Pedersen, i modsætning til aktieslaget, beholder sine aktierne nom. 1.000.000 i Driftsselskabet A/S. De nye kapitalejere skal tegne aktier i et forhold der svare til DS Holding ApS eksisterende aktier på nom. 1.000.000, som efter kapitalforhøjelsen vil udgøre 70% af selskabskapitalen.

På baggrund af Iværksætter Pedersens vurdering af Driftsselskabet A/S værdi på kr. 2 million på tidspunktet for nytegningen, vil de nye aktier skulle tegnes til kurs 200.

I nedenstående tabel er angivet fordelingen af nom. aktier og tegningsbeløbet.

	Nom.	Tegningsbeløb	Procent
Iværksætter Pedersen	1.000.000		70,00%
Medarbejder 2	285.714	571.428	20,00%
Medarbejder 1	71.429	142.857	5,00%
Investor A	71.429	142.857	5,00%
	<u>1.428.571</u>	<u>857.143</u>	<u>100,00%</u>

Tegningsbeløbene bliver de nye kapitalejernes anskaffelsessum. I modsætning til aktiesalget, bliver Driftsselskabets A/S kapital påvirket ved nytegning. Selskabskapital bliver forhøjet med det nominelle antal af nye aktier nom. 428.571. Grundet den anvendte kurs på 200 vil selskabets egenkapital blive påvirket med i alt 857.143. Heraf bindes 428.571 på selskabskapitalen, mens kr. 428.571 tillægges selskabets frie reserver.

Egenkapital efter kapitalforhøjelsen:

Selskabskapital	1.428.571
Overkurs	<u>428.571</u>
Egenkapital i alt	<u>1.857.143</u>

Iværksætter Pedersens andel af egenkapitalen efter kapitalforhøjelsen udgør 70% svarende til 1.300.000 kr. altså en værdistigning på 300.000.

Ved salget af aktierne realiserer Iværksætter Pedersen en skattefri avance på 300.000 kr. ved kapitalforhøjelsen er det derimod værdien af aktierne som er steget med 300.000 kr. Værdistigningen af aktierne vil først tilfalde Iværksætter Pedersen når der udloddes fra Driftsselskabet A/S.

Nytegningen har ingen påvirkning på Iværksætter Pedersens anskaffelsessum. Tegningkursen på 200 vil dog påvirke værdien af DS Holding Aps aktier, idet DS Holding ApS får en kursgevinst som følge af den "overpris" de nye kapitalejere betaler for deres aktier. Likviditetsbinding hos de nye kapitalejere er i dette tilfælde 857.143 mod 600.000 ved et aktie salg.

10.1.3. Aktiesalg vs. kapitalforhøjelse

Aktiesalg og kapitalforhøjelse afskiller sig på flere punkter. Det primære punkt er, at en nytegning forøger og binder kapital i Driftsselskabet A/S, og derved kan selskabet anvende kapitalen til udvikling m.m. Ved et aktiesalg tilføres der ikke kapital til selskabet, det er alene de overliggende aktier der skifter hænder.

Et andet punkt er den kapital de indtrædende kapitalejer skal binde. Likviditetsbehovet ved aktiesalget i Driftsselskabet er kr. 600.000, mens nytegning kræver 857.143 fra de nye kapitalejere, dvs. de nye aktionærer skal binde næsten 50% mere kapital ved en nytegning frem for ved et aktiesalg, for at komme til samme aktiebesiddelse.

Valget af model i forbindelse med indtræden af de nye kapitalejere, bør derfor være afhængig af de bagvedliggende årsager til, at en kapitalejer ønsker at afgive andele af selskabet.

Den første situation kunne være, at der er behov for tilføre selskabet yderligere arbejdslikviditet, i dette tilfælde skal selskabet vælge en kapitalforhøjelse.

En anden situation kunne være, at selskabet er så nødlidende at selskabets behov for likviditet er nødvendigt for at overleve, og ejeren derfor må afgive en eventuel bestemmende indflydelse for at sikre sin tilbageværende investering.

En tredje årsag kunne være at tiltrække nye kapitalejere, der har særlige kompetencer i forhold til selskabets aktuelle situation, såsom netværk, know-how m.m. Årsagen til at den nuværende ejer ønsker at udvide ejerkredsen, kan påvirke hvilke model der anvendes. Der er dog en lang række andre faktorer der kan påvirke valg af model, såsom værdiansættelsen, selskabsstrukturen hos de indtrædende kapitalejer m.m.

I dette tilfælde hvor Iværksætter Pedersen, som et led i at tiltrække den nødvendige medarbejderkapacitet, er villig til at tilbyde de kommende medarbejder ejerskab, vil modellen med det laveste likviditetsbehov, aktiesalget, være at foretrække, fordi det er den model der kræver mindst kapital for de nye aktionærer. DS Holding ApS sælger derfor nom. 300.000 aktier i Driftsselskabet A/S, og selskabskapitalen forbliver uændret.

10.2. Indtræden af medarbejder i ejerkredsen

Det er skabt enighed omkring hvordan ejerskabet af Driftsselskabet A/S skal fordeles, men det er stadig uklart hvor i strukturen medarbejder1 og medarbejder2 skal indtræde.

Betragtes situationen fra Iværksætter Pedersens optik, vil en struktur hvor DS Holding ApS holdes afskilt fra de 2 medarbejdere være optimal. Iværksætter Pedersen har en forventning om at det på et senere tidspunkt vil være nødvendigt med en kapitalstærk investor. Iværksætter Pedersen bør dog opfordre medarbejderne til at ejerskabet sker i selskabsform, eftersom det kunne blive nødvendig for Iværksætter Pedersen senere at pulje sig med andre kapitalejer. Som udgangspunkt er Iværksætter Pedersen indifferent overfor hvordan medarbejderne vælger at strukturere deres ejerskab, så længe det blot sker i selskabsform.

For medarbejderne der nu skal indtræde i ejerkredsen, er overvejelserne meget lig dem Iværksætter Pedersen havde i forbindelse med stiftelsen af strukturen omkring Driftsselskabet A/S. Medarbejderne skal sikre det er muligt for dem at modtage skattefrie udbytter. Det antages at medarbejderne ønsker, at aktierne erhverves i selskabsform, efter samme ræsonnement som beskrevet i afsnit 9.2 omkring Iværksætter Pedersens ønsker om selv at styre udbyttestrømmen.

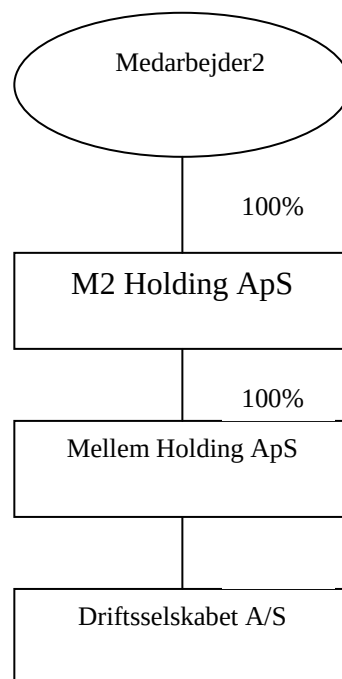
10.2.1. Medarbejder2

Medarbejder2 der har en ejerandel på 20 % af Driftsselskabet A/S kan ved et ejerskab via selskabsform modtage skattefrie udbytter, frem for ved et ejerskab i privat regi. Medarbejder1's situation er meget lig Iværksætter Pedersen, som er beskrevet tidligere i afsnit 9.1.

Medarbejder1 bør med sine datterselskabsaktier på 20 % i Driftsselskabet A/S have øje for hvilke muligheder der er for at bibeholde sin adgang til skattefrie udbytter i tilfælde af et statusskifte. Derfor bør medarbejder1 etablerer sig med et mellemholdingselskab. Dette gør at han er klar til eventuelt at pulje/fusionere sig med andre kapitalejer, således at muligheden for at modtage skattefrie udbytter beholdes. Endvidere vil et ovenliggende 100% ejet

holdingselskab sikre medarbejder2 muligheden for selv at styre udbyttestrømmen til privat regi.

Medarbejder2 bør derfor indrette sin selskabsstruktur omkring Driftsselskabet A/S med et holdingselskab, der kan anvendes som mellemholdingselskab, samt et overliggende holdingselskab der forbliver 100 % ejet af medarbejder1 strukturen er illustreret i figur 10.2.1.



Figur 10.2.1

10.3. Medarbejder1 investering privat

Medarbejder1 har med sin ejerandel på 5%, som udgangspunkt ikke muligheden for at modtage skattefrie udbytter fra Driftsselskabet A/S, idet aktierne i Driftsselskabet A/S vil er porteføljeaktier hvis de købes gennem et selskab. Derved opstår en overvejelse omkring hvilken struktur han bør vælge for sit ejerskab. Valget står mellem privat ejerskab eller ejerskab i selskabsform.

Vælger Medarbejder1 et privat ejerskab, vil ethvert udbytte beskattes med 27% eller 42 % og der vil ske realisationsbeskatning når aktierne afhændes. Der sker således en løbende beskatning af udbytter, mens værdistigningen af aktierne først kommer til beskatning på det tidspunkt hvor aktierne sælges. Det må dog antages at de løbende udlodninger fra Driftsselskabet A/S, vil påvirke prisen på aktierne i Driftsselskabet A/S i tilfælde af et salg.

10.3.1. Personlig investering vs. Investering i selskab

Det antages at Medarbejder1 er ugift og har arvet 1 mio. kr., hvoraf der er betalt arveafgift af beløbet, således at beløbet er fuldt beskattet. Medarbejder1 vil gerne investere pengene i aktier herunder aktier i Driftsselskabet A/S. Aktieinvesteringerne skal senere bruges, som et supplement til Medarbejder1's folkepension. Derfor er det vigtigt at skatten bliver optimeret

så provenuet efter skat bliver så stort som muligt. For at optimere nettoprovenuet er Medarbejder1 interesseret i om beløbet, skal investeres gennem et selskab, eller om investeringen skal foretages privat.

Hvis Medarbejder1 investerer pengene privat i aktier, vil eventuelle afkast blive beskattet som personlig aktieindkomst jf. ABL § 7. Avancer og afkast beskattes i 2012 med 27% jf. Personskatteloven § 8a, hvis det årlige beløb er under 48.300 (96.600 for ægtepar). Årlige afkast og avancer over denne beløbsgrænse beskattes med 42%. Privatpersoner beskattes kun af realiserede gevinster, mens eventuelle urealiserede gevinster ikke beskattes jf. ABL § 12.

Eksempel 1:

Årligt afkast 10% af 1.000.000	100.000
Skat 27% af de første 48.300	-13.041
<u>Skat 42% af 51.700</u>	<u>-21.714</u>
Provenue efter skat	65.245

Beskatningsprocenten af de første 100.000 er således 34,755%

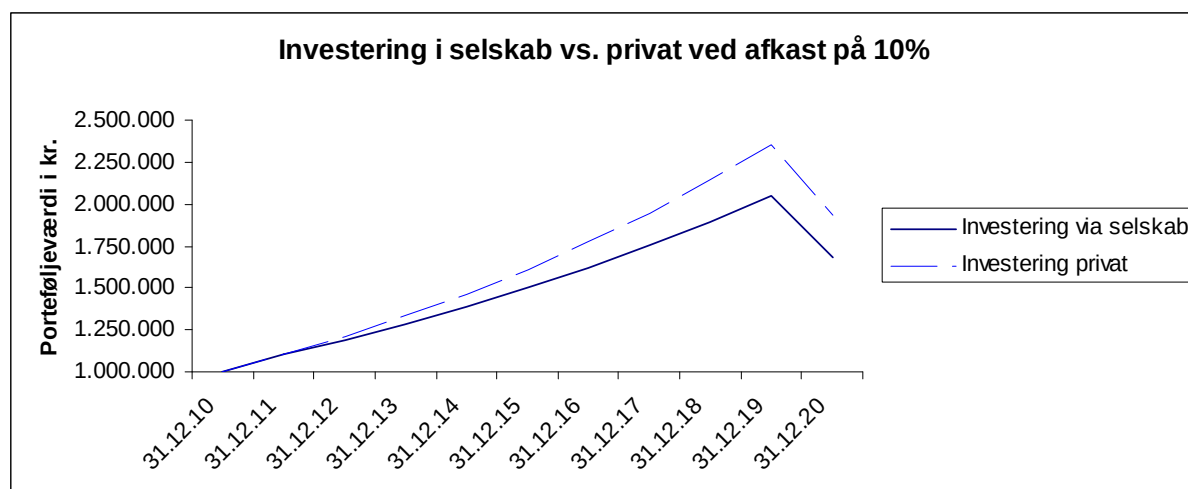
Hvis Medarbejder1 i stedet stifter et selskab og invester pengene i porteføljeaktier som både er børsnoterede og unoterede aktier, herunder aktier i Driftsselskabet A/S, vil beskatningen først ske i selskabet jf. ABL §9 hvor avancer og afkast beskattes med 25%. Derefter vil Medarbejder1 blive aktieindkomstbeskattet når afkastet udloddes ud af selskabet. Det skal bemærkes at urealiserede avancer på børsnoterede aktier beskattes løbende hvert år, mens det er frivilligt om avancer på unoterede aktier skal lagerbeskattes eller realisationsbeskattes jf. ABL § 23 stk. 6. Hvis der først er valgt lagerbeskatning, kan selskabet ikke efterfølgende vælge realisationsbeskatning jf. ABL § 23 stk. 6 pkt. 2.

Eksempel 2:

Årligt afkast 10% af 1.000.000	100.000
<u>Selskabsskat 25%</u>	<u>-25.000</u>
Provenu efter selskabsskat	75.000
 Personlig aktieindkomst	 75.000
Skat 27% af de første 48.300	-13.041
<u>Skat 42% af 26.700</u>	<u>-11.214</u>
Provenue efter skat	50.745

Beskatningsprocenten af de første 100.000 kr. er således 49,255% mod 34,755% hvis investeringen blev foretaget privat.

Hvis investeringen fortsatte som henholdsvis privat investering og i et selskab over 10 år med et årligt afkast på 10%, vil værdien af aktierne have følgende værdiudvikling:



Forudsætninger for beregningen:

For at simplificere beregningerne betaler selskabet selskabsskatten den 31. december i det efterfølgende indkomstår i stedet for den 20. november. Se evt. bilag I. Lagerbeskatningen afregnes ved at sælge ud af aktieporteføljen. Når afkastet udbetales efter 10 år skal udbytteskatten afregnes.

Nedenstående beregning viser at den private investering giver et afkast efter skat på kr. 931.615 mod kr. 685.965 ved samme investering i et selskab.

	Selskab	Privat
Værdi af aktier efter 10 år før skat	2.472.918	2.593.742
Start investering	-1.000.000	-1.000.000
Afkast før skat	1.472.918	1.593.742
Selskabsskat i perioden	-302.710	0
Udbytteskat af 27% provenue 0-48.300	-13.041	-13.041
Udbytteskat 42% af rest provenue	-471.202	-649.086
Afkast efter skat	685.965	931.615

Forskellen på de to afkast er 245.650 kr. som består af følgende:

Betalt selskabsskat i perioden	302.710
Forskel mellem udbytteskatterne	-177.884
Tabt afkast i perioden	120.824
Forskel på afkast efter skat	245.650

Hvis Medarbejder1 kunne låne til betalingen af de løbende selskabsskatter til en rente på under 10% ville dette give en mindre forskel på de to afkast, men det vil stadig være mest fordelagtigt at foretage investeringen privat, fordi Medarbejder2 dermed undgår den dobbeltbeskatning som selskabsskatten medfører.

Den samlede skattebetaling i perioden for investeringen i et selskab udgør i fremtidsværdier 786.953 kr. mod 662.127 ved investering privat.

	Selskab	Privat
Selskabsskat i perioden	302.710	0
Udbytteskat af 27% provenue 0-48.300	13.041	13.041
Udbytteskat 42% af rest provenue	471.202	649.086
Samlet skat i fremtidsværdi	786.953	662.127

Skatteprocenten er dermed 53,42% ved den pågældende investering i et selskab og 41,55% ved investeringen privat. Det skal bemærkes at udbytteskatten i denne beregning er fremtidsværdien. Der er ikke taget højde for fremtidsværdien af de løbende betalinger af selskabsskat, hvilket ville have gjort skattebetalingen endnu højere ved investering gennem et

selskab. Hvis det forudsættes at inflationen i perioden udgør 2% pr. år, ville selskabsskatten i perioden have været 321.360 kr. i stedet for 302.710 kr.¹⁷.

10.3.2. Porteføljer hvor investeringen bør foretages via selskab

I den tidligere beregning blev det vist, at ved en portefølje på 1.000.000 og et årligt afkast på 10%, bør investeringen foretages privat. Ved investering privat betales der årligt mellem 27% og 42% i skat af afkastet, mens det årlige afkast i et selskab beskattes med 25%. Der vil dermed være porteføljer, hvor det årlige afkast er tilstrækkeligt stort til at afkastet med fordel kan foretages i selskab. Dette skyldes at skatten i et selskab er henholdsvis 3 procentpoint og 17 procentpoint lavere end ved privat investering og dermed tømmes porteføljen i selskabet ikke ligeså meget hvert år til betaling af skat som ved investering privat. Ved investering i selskab vil denne løbende skattebesparelse kunne skabe et afkast, som gør det muligt at porteføljen netto er større end den private investering, også selvom at der skal betales henholdsvis 27% og 42% skat af aktieindkomsten når afkastet udloddes ud af selskabet.

Nedenstående formler kan kun bruges, når det årlige forventet afkast overstiger grænsen for lav beskatning af aktieindkomst, som for 2011 er 48.300 pr. person. Hvis det årlige forventede afkast ikke overstiger grænsen for lav beskatning af aktieindkomst, vil det som hovedregel være mest fordelagtigt at vælge personlig beskatning pga. den lave beskatning på 27%.

Formel for beregning af provenuet efter skat:

Porteføljeværdi efter skat ved privat investering =

Investering x $((1 + (\text{Årligt afkast} \times (1 - \text{Skatteprocent}))^{\text{Antal år}} - \text{Investering}) + \text{Investering} + (\text{Grænse for lav aktiebeskatning} \times (\text{Skatteprocent} - \text{Skatteprocent ved lav aktiebeskatning}) \times \text{Antal år})$

Porteføljeværdi efter skat ved privat investering 5 mio., årligt skattepligtigt afkast 34,8% efter inflation.

$5.000.000 \times ((1 + (0,348 \times (1 - 0,42))^{10} - 5.000.000) + 5.000.000 + (96600 \times (0,42 - 0,27) \times 10)) = 31.581.571 \text{ kr.}$

¹⁷ Beregninger kan ses i bilag I

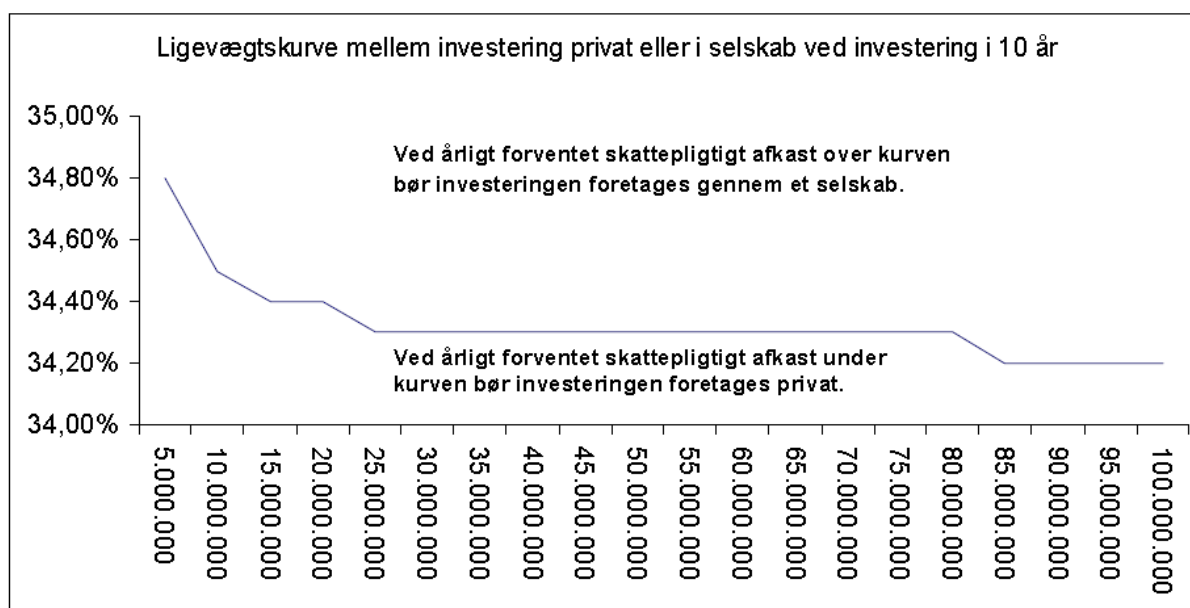
Porteføljeværdi efter skat ved investering i selskab =

Investering $\times ((1+(\text{Årligt afkast} \times (1-\text{Skatteprocent}))^{\text{Antal år}})-\text{Investering}) \times (1-\text{Skatteprocent})+\text{Investering}+(\text{Grænse for lav aktiebeskatning} \times (\text{Skatteprocent}-\text{Skatteprocent ved lav aktiebeskatning}))$

Porteføljeværdi efter skat ved investering i selskab 5 mio., årligt skattepligtigt afkast 34,8% efter inflation.

$5.000.000 \times ((1+(0,348 \times (1-0,25))^{10})-(5.000.000) \times (1-0,42)+5.000.000+(96600 \times (0,42-0,27))= 31.595.942 \text{ kr.}$

Nedenstående diagram viser at ved en investering på mellem 5 mio og 100 mio over 10 år, vil det være mere fordelagtigt at foretage investeringen i et selskab end privat, hvis det årlige afkast efter inflation er højere end 34,8%. Desto større startinvesteringen er, desto lavere vil det årlige afkast skulle være. Ved investering på 5 mio. skal det årlige afkast være over 34,8%, mens det ved en investering på 100 mio. skal være over 34,2% for at der er mest fordelagtigt at investeringen foregår i et selskab.



Figur 10.3.2.1 under bilag I er der en tabel over porteføljeværdierne ude fra de enkelte investerings og afkast

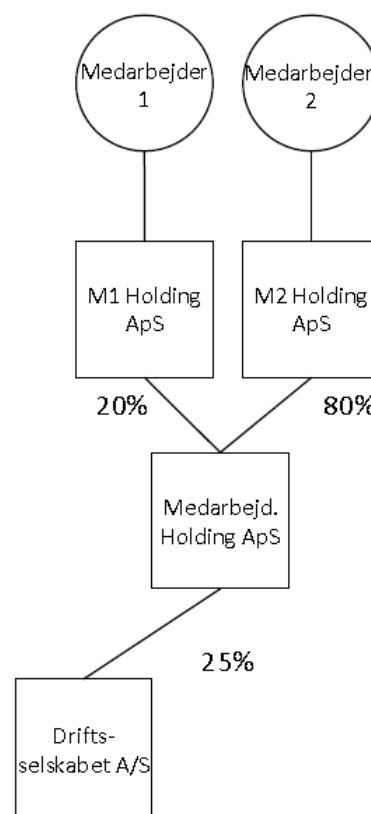
10.4. Medarbejder1 investering i selskab

Vælger medarbejder1 selskabsform, hvor Medarbejder1 Holding ApS har direkte ejerskab af Driftsselskabet A/S, vil ethvert udbytte være skattepligtigt i Medarbejder1 Holding ApS. Et frasalg med avance af aktierne i Driftsseslabet A/S vil ligeledes være skattepligtig, ligesom et

tab vil være fradragsberettiget. En udlodning fra M1 Holding ApS udløser beskatning af aktieindkomst hos medarbejder1. Udbytter fra Driftsselskabet A/S bliver først beskattet med selskabsskat i Medarbejder1 Holding ApS. Hvis Medarbejder1 derefter udlodder udbytte til sig selv privat, kommer det til beskatning som aktieindkomst med henholdsvis 27% og 42%. Denne struktur er behandlet i det tidligere afsnit 9.1, hvor det kunne konkluderes at en simpel struktur, hvor selskabet ejer porteføljeaktier, ikke er at foretrække, idet den effektive skatteprocent her er unødvendig høj i forhold til et ejerskab i privat regi.

Figur 10.4.1

Medarbejder1 kan forsøge at pulje sig med medarbejder2 i et mellemholdingselskab i selskabsform. Medarbejder 1 og 2 skal oprette deres respektive holdingselskaber M1 Holding ApS og M2 Holding ApS. For medarbejder1 vil dette sikre at der kan ske skattefri udlodning fra Driftsselskabet A/S til M1 Holding ApS, idet ejerfordelingen af et sådan mellemholdingselskab bliver 80% til M2 Holding ApS og 20% til M1 Holding ApS. I kraft af M2 Holding ApS status som skattefri udbyttemodtager, via sine datterselskabsaktier i Driftsselskabet A/S og bestemmende indflydelse i mellemholdingselskabet, vil M1 Holding ApS kunne modtage skattefrie udbytter og gevinster fra. Dette forhold er tidligere behandlet i afsnit 9.2.2.



Medarbejder1 skal kun vælge ejerskabet i Driftsselskabet A/S gennem selskabsform, hvis Medarbejder1 kan overbevise Medarbejder2 om de skal pulje sig i et mellemholdingselskab. Lykkes det ikke for medarbejder2, vil et privat ejerskab være at foretrække frem for et simpelt ejerskab gennem et holdingselskab.

Medarbejder 1 og 2 vælger i forbindelse med deres indtræden i ejerkredsen, at pulje sig i mellemholdingselskabet Medarbejder Holding ApS, der er ejet af medarbejdernes respektive holdingselskaber se figur 10.4.1.

10.5. Beskatning af iværksætteraktier

Hvis ikke Medarbejder1 ikke kan skabe sig skattefrihed på udbytter og avance gennem et mellemholdingselskab, vil der være mulighed for at der i stede tegnes iværksætteraktier i Driftsselskabet A/S. Det bemærkes dog at dette regelsæt kan være komplekst¹⁸ og reglerne er endnu ikke godkendt af EU¹⁹.

Før og efter indførelsen af den nye Aktieavancebeskatningslov var der en del modstand fra diverse interesseorganisationer herunder FSR²⁰ og Erhvervslivet²¹ angående beskatningen af udbytter og avancer ved ejerskab under 10%. Dette medførte at der blev lavet en lovændring til ABL som genindførte 3-års reglen på de aktier, der blev omfattet af reglerne om iværksætteraktier²².

Følgende forhold skal bl.a. være opfyldt for at aktieinvesteringerne kan omfattes af reglerne om iværksætteraktier²³:

- Aktieinvesteringen skal ske gennem et investorselskab (§ 4C)
- Investeringen skal ske ved nytegning af aktier (§ 4C)
- Der må årligt maksimalt udstedes iværksætter for højst 18,7 mio (§ 4C)
- Iværksætterselskabets hovedaktivitet må ikke være passiv virksomhed (§ 4C stk. 3)
- Selskabet skal være i igangsætter-, opstarts- eller ekspansionsfasen (§ 4C stk. 4)
- Erklæring om iværksætteraktier udført af revisor eller advokat (§ 4C stk. 6)
- Små og mellemstore selskaber (§ 4D)

Investorselskabet skal være et selskab hjemmehørende i EU svarende til et dansk aktie- eller anpartsselskab. Iværksætterselskabets hovedaktivitet må ikke være udlejning af fast ejendom eller besiddelse af kontanter og værdipapirer. Iværksætterselskabet må ikke drive aktivitet inden for tung industri så som skibsværfts samt kul og stål. Hvis iværksætterselskabet er en

¹⁸ ”Restriktive regler begrænser skattefrie iværksætteraktier” pressemeddelelse fra FSR 6. april 2011

¹⁹ <http://www.skm.dk/publikationer/notater/8332.html>

²⁰ FSRs kommentarer til L 202 af 7. maj 2009

²¹ L 202: Betænkning over Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. (Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning m.v.) side 3

²² Lovforslag L194 2010/2011

²³ Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, kursgevinstloven, lig-ningsloven og selskabsskatteloven

mellemstor virksomhed, må selskabet ikke være i ekspansionsfasen for at overholde § 4C stk. 4. Dette betyder at virksomheder i ekspansionsfasen med over 250 ansatte samt en omsætning på over 373 mio. kr. eller en balancesum på over 321 mio. kr. ikke kan anvende reglerne om iværksætteraktier. Reglerne er vedtaget med virkning fra 1. januar 2011, men navnlig forudsætningen om at reglerne kun omfatter små og mellemstore virksomheder har medført at reglen skal godkendes af EU. Reglerne kan være i modstrid med EU's regler om statsstøtte til mindre og mellemstore virksomheder²⁴.

10.6. Anvendelse af iværksætteraktier

Den bagvedliggende tankegang omkring tilførsel af kapital til iværksætterselskaberne vurderes af både FSR²⁵ og den nuværende regering²⁶ som værende fornuftig. Iværksættervirksomhederne har brug for kapital i opstartsfasen. Tiltrækningen af investorer vil gøres lettere, hvis investorerne kan sælge aktierne efter 3 år uden beskatning. De regler som iværksætter- og investorselskabet skal efterleve vurderes dog, som en barriere, der kan afskrække virksomhederne fra at anvende reglerne²⁷. Dermed opnås der ikke den tænkte effekt pga. at reglerne er for komplicerede at anvende i praksis.

Hvis Medarbejder1 skal kunne anvende disse regler er det nødvendigt at der Iværksætter Pedersen, der har aktiemajoriteten i Driftsselskabet A/S, tillader at der tegnes nye aktier, som ejes af et investeringsselskab, der ejes af Medarbejder1 og eventuelt andre investorer. Det formodes at Driftsselskabet A/S overholder reglerne om virksomhedsstørrelse²⁸ og vækstfase²⁹ samt virksomhedsstørrelse³⁰. Yderligere kræver reglerne at en revisor eller en advokat erklære sig om at der er tale om iværksætteraktier. Det er givet at en investor som medarbejder1 i stedet vil prøve at opretholde en ejerandel på over 10% eller privatejerskab for at undgå dobbeltbeskatningen. Alternativt vil selskabsstrukturen skulle tilrettelægges så den undgår at blive omfattet af værnsreglerne for mellemholdingselskaber.

²⁴ <http://www.skm.dk/publikationer/notater/8332.html>

²⁵ "Restriktive regler begrænser skattefrie iværksætteraktier" pressemeddelelse fra FSR 6. april 2011

²⁶ "Betænkning afgivet af Skatteudvalget" den 18. maj 2011

²⁷ "Nye regler lempet beskatningen på iværksætteraktier" <http://www.pwc.dk/da/nyt/skat/selskabsskat/nye-regler-ivaerksaetteraktier.jhtml>

²⁸ ABL §4C stk. 3.

²⁹ ABL §4C stk. 4

³⁰ ABL §4CD

11. Investor A

Investor A, der ønsker en investering på 5%, er en businessangel med en række andre investeringer i sit selskab. Netop det faktum at Investor A har en række andre investeringer, giver overvejelser om Investor A skal pulje sig med medarbejder 1 og 2 i deres mellemholdningselskab, eller om Investor A skal eje aktierne i Driftsselskabet A/S som porteføljeaktier.

Vælger Investor A at pulje sig med medarbejderne, vil aktiegevinster og udbytter være skattefrie, mens et tab ikke vil være fradragsberettiget.

Ejes aktierne separat bliver en gevinster skattepligtige og tab bliver fradragsberettiget. Samtidig vil modtaget udbytter blive beskattet som selskabsindkomst. Som investor med mange investeringer, der kan beskrives som "lottokuponer", hvor udsigten til afkast ved indtræden i ejerkredsen er usikker, kan Investor A anlægge en defensiv tilgang. I dette tilfælde kan Investor A som minimum fradrage sin investering i tilfældet af tab, dog vil eventuelle gevinster skulle beskattes. Investor A kan vælge at ofre skattefriheden til fordel for fradragsretten ved tab, i et "*better safe than sorry*"-princip. Det er også muligt at Investor A har tab fra tidligere porteføljeinvesteringer, som kan modregnes i en eventuel gevinst på aktierne i Driftsselskabet A/S.

Med udgangspunkt i en defensiv tilgang ved indtræden i ejerkredsen, bør Investor A dog undersøge, hvorledes han kan sikre sig en fremtidig mulighed for at opnå skattefrie udbytter og salg, hvis Investor A måtte ønske dette. Investor A bør ligge et mellemholdingsselskab mellem Driftsselskabet A/S og Investor A's holdingselskab. Ved placering af et mellemholdingsselskab, uden at pulje sig med medarbejdernes mellemholdingsselskab, bevarer Investor A fradragsretten i tilfældet af tab på investeringen. Samtidig har Investor A, med sit mellemholdingsselskab, muligheden for på et senere tidspunkt at pulje sig med andre, hvis investeringen er lønsom. Denne struktur giver Investor A størst mulig fleksibilitet i forhold til at vælge beskatningsform for sin investering i Driftsselskabet A/S.

11.1. Lagerbeskatning vs. realisationsbeskatning

Investor A har valgt at aktierne i Driftsselskabet A/S har status som porteføljeaktier. Investor A skal nu vurdere, om det er mest fordelagtigt at lade disse aktier lagerbeskatte eller realisationsbeskatte.

Som hovedregel skal et selskab lagerbeskattes af sin porteføljeaktier, men jf. ABL § 23 kan selskabet vælge realisationsbeskatning for aktier, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked. Det skal dog bemærkes at jf. ABL § 23 stk. 6 pkt. 2 er det ikke muligt af vælge realisationsprincippet, hvis der i første omgang er valgt lagerprincippet. Derimod er det muligt efterfølgende at skifte fra realisationsprincippet til lagerprincippet, hvis selskabet til at begynde med har valgt realisationsprincippet.

Fordele ved lagerbeskatning

- Tab på unoterede aktier kan modregnes i alle former for skattepligtig indkomst.
- Tab bliver registreret løbende og fradraget i det pågældende indkomstår, selvom tabet ikke er realiseret.

Ulemper ved lagerbeskatning

- Gevinster beskattes løbende i det indkomstår de vedrører, selvom gevinsten ikke er realiseret.
- Negativ likviditetspåvirkning i forbindelse med beskatning af urealiserede gevinster.
- Aktier med høj volatilitet kan medføre uhensigtsmæssige betalinger af skat, og efterfølgende fradrag kan kun anvendes, hvis der er fremtidig indkomst.
- Værdiansættelse af unoterede aktier kan være problematiske.
- Har selskabet valgt lagerbeskatning kan der ikke skiftes til realisationsbeskatning.

Fordele ved realisationsbeskatning

- Gevinster beskattes først når de er realiseret.
- Uproblematiske værdiansættelse af avance ved relation af gevinst eller tab.
- Der kan skiftes fra relationsprincippet til lagerprincippet når som helst.

Ulemper ved realisationsbeskatning

- Tab kan ikke fradrages løbende i anden indkomst.
- Tab kan kun fradrages i gevinster på relationsbeskattede aktier jf. ABL § 9 stk. 3.

At vælge lagerprincippet vil være at foretrække i de situationer, hvor tab er mere sandsynlige end gevinster, eller hvor investeringerne er uforudsigelige. Det må formodes at en investor hovedsageligt går ind i en investering med forventning om at kunne opnå en gevinst. Dermed vil de fleste investorer nok foretrække at anvende realisationsprincippet for at kunne udskyde skatten. Det er dog en kendsgerning, at nogle investeringer ender med tab, derfor bør investor vurdere sin portefølje kritisk inden der vælges beskatningsform, fordi beskatningsformen gælder for alle unoterede porteføljeaktier jf. ABL § 23 stk. 6.

Lagerprincip frem for realisationsprincip bør vurderes når selskabet konstaterer at der risiko for tab. Det kunne være i det tilfælde hvor der i første omgang er valgt realisationsprincippet, fordi der i begyndelsen var en forventning om gevinst på investeringen. Hvis der efterfølgende forventes tab på investeringen, kan det være mere fordelagtigt at anvende lagerprincippet. En anden situation kunne være, når der sker statusskifte og aktierne bliver porteføljeaktier. Hvis selskabet ved statusskiftet vurderer at der er risiko for tab, kan det være en fordel at vælge lagerbeskatning.

Oversigt over hvilken beskatningsform der bør vælges i pågældende situation:

	Flere gevinster end tab og uproblematisk værdiansættelse	Flere tab end gevinster og uproblematisk værdiansættelse	Flere gevinster end tab og problematisk værdiansættelse	Flere tab end gevinster og problematisk værdiansættelse	Avancen er usikker
Få forskellige unoterede aktier	Situation 1 Den enkelte situation må afgøre valget	Situation 2 Lagerprincippet	Situation 3 Realisationsprincippet	Situation 4 Den enkelte situation må afgøre valget	Situation 5 Den enkelte situation må afgøre valget
Mange forskellige unoterede aktier	Situation 6 Den enkelte situation må afgøre valget	Situation 7 Lagerprincippet	Situation 8 Realisationsprincippet	Situation 9 Den enkelte situation må afgøre valget	Situation 10 Den enkelte situation må afgøre valget

Situation 1 – gevinster og uproblematisk værdiansættelse

I situationer med få aktiebesiddelser er det vanskeligt at vurdere, hvilket princip der skal vælges. Relationsprincippet bør anvendes, fordi der forventes gevinst, men så vil tab kunne gå tabt. Når selskabet kun har få unoterede aktiebesiddelser, er der forøget risiko for at tabene aldrig kommer til anvendelse, fordi der kun er få andre aktier at modregne tabene i.

Situation 2 – tab og uproblematisk værdiansættelse

Selskaber med få aktiebesiddelse bør overveje at anvende lagerprincippet, fordi eventuelle tab kan modregnes løbende i anden indkomst. Når der ikke er problemer med værdiansættelsen, er det en fordel at kunne modregne de løbende tab, og undgå risikoen for at kildeartstab ikke kan anvendes.

Situation 3 – gevinster og problematisk værdiansættelse

Selskaber med få aktiebesiddelser bør vælge realisationsprincippet, da skatten af avancen således kan udskydes, til avancen er realiseret. Valget af realisationsbeskatning betyder, at eventuelle tab kun kan modregnes i andre gevinster på unoterede aktier. Relationsprincippet

betyder også, at der ikke skal laves løbende værdiansættelse af aktierne, hvilket vil være en fordel, når værdiansættelsen er problematisk.

Situation 4 – tab og problematisk værdiansættelse

For selskaber med få aktiebesiddelser er det den enkelte situation der må afgøre valget, fordi valg af lagerbeskatning kan medføre problemer med værdiansættelsen og dermed opgørelse af tab og gevinster, mens realisationsprincippet medføre at tab kan gå tabt.

Situation 5 - avancen er usikker

I det tilfælde hvor der er få forskellige aktiebesiddelser og det ikke er muligt at vurdere, om tabene er højere end gevinsterne, er det ikke muligt at vurdere hvilket princip, der er det bedste. Dette skyldes at avancen har stor betydning for valget af princip, når avancen er usikker er det vanskeligt at vælge princip. Vil investor undgå løbende beskatning skal realisationsprincippet vælges. Vil investor ikke risikere at miste fradraget ved tab, er det lagerprincippet der skal vælges.

Situation 6 - gevinster og uproblematisk værdiansættelse

I situationer hvor selskaber har mange aktiebesiddelser, er det vanskeligt at vurdere, hvilket princip der skal vælges. Realisationsprincippet bør dog overvejes, selvom der er risiko for at eventuelle tab kan gå tabt. Risikoen for at tab går tabt, er i denne situation lavere end i situation 1, fordi der her er flere aktier og dermed flere gevinster at modregne tabene i og risikoen er dermed begrænset.

Situation 7 – tab og uproblematisk værdiansættelse

Når et selskab har mange unoterede aktier, hvor det forventes at tabene er højere end gevinsterne, vil det være en fordel at anvende lagerprincippet. Dermed kan urealiserede tab fradrages løbende, samtidig er der ikke risiko for at eventuelle tab går tabt.

Situation 8 – gevinster og problematisk værdiansættelse

For selskaber, som har mange forskellige unoterede porteføljeaktier, bør selskabet anvende realisationsprincippet. Dette skyldes at skatterne dermed udskydes til de realiseres. Risikoen

for at tab ikke kan anvendes er lavere end i situation 3, fordi der er flere aktier at modregne tab i, og risikoen er begrænset når der samlet set forventes en gevinst.

Situation 9 – tab og problematisk værdiansættelse

For selskaber med mange aktiebesiddelser er det den enkelte situation, der må afgøre valget. Valg af lagerbeskatning medføre problemer med at opgøre tab og gevinster. Realisationsprincippet betyder at tab kan gå tabt, det skal dog bemærkes at der i forhold til situation 4, er flere aktier at modregne i.

Situation 10 - avancen er usikker

I det tilfælde hvor der er mange forskellige aktiebesiddelser er det ikke muligt at vurdere, hvilket princip der er det bedste, da det kræver en dybere analyse af porteføljen. I dette tilfælde er der dog ikke de store forskelle på de to principper, fordi tab og gevinster over tid kan modregnes i begge principper. Forskellen er de tidsmæssige aspekter for hvornår fremtidige tab og gevinster kommer til beskatning samt at der ved realisationsprincippet er risiko for at eventuelle tab går tabt som kildeartstab. Her er der dog mange aktier at modregne i, og dermed er risikoen for at kildeartstab går tabt mindre.

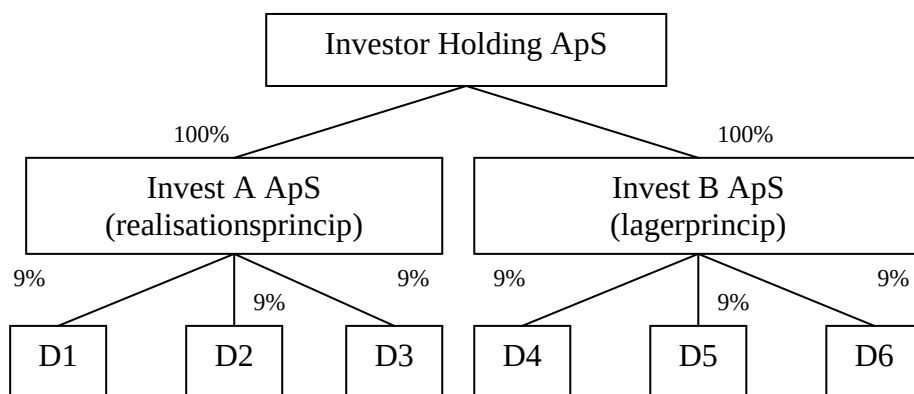
11.1.1. Skifte fra relationsprincippet til lagerprincippet

Konsekvensen af at skifte fra realisationsprincippet til lagerprincippet er jf. ABL § 9 stk. 4, at de tidligere kildeartstab modregnes i årets nettogevinster på porteføljeaktier³¹. Kan det fremførte tab ikke anvendes fuldt ud i det første indkomstår, fremføres kildeartstabet til fremtidig modregning i gevinster på porteføljeaktier i de kommende indkomstår. Dette kan være anvendeligt, hvis et selskab har børsnoterede aktier med gevinst og samtidig realiserede tab på unoterede aktier, som beskattes efter realisationsprincippet. De børsnoterede aktier beskattes efter lagerprincippet jf. ABL §9 stk. 1 og §23 stk. 6, det vil altså være en fordel at skifte fra realisationsprincippet til lagerprincippet, således at de realiserede tab på unoterede aktier kan modregnes i gevinsterne på de lagerbeskattede børsnoterede aktier. Selskabet kan ikke efterfølgende skifte tilbage til realisationsbeskatning, derfor bør selskabet forinden vurdere, om der senere kan blive behov for anvendelse af realisationsprincippet.

³¹ Ligningsvejledningen 2012 bind om kapitalgevinstbeskatning side 366.

11.1.2. Investeringsselskaber med mange unoterede aktier

For investeringsselskaber, som har unoterede aktier, hvor det vil være bedst at nogle aktier beskattes efter lagerprincippet og andre beskattes efter realisationsprincippet, kan det være en fordel at opdele aktierne i to separate selskaber. Således kan alle de aktier, der skal lagerbeskattes, lægges i et selskab for sig selv, og dem der skal realisationsbeskattes lægges i et andet selskab. Jf. ABL § 23 stk. 6 skal den skattepligtige, altså i dette tilfælde selskabet, vælge samme princip for alle sine realisationsbeskattede aktier, men der er ingen regel om, at sambeskattede selskaber skal anvende samme beskatningsprincip. På denne måde er det muligt at vælge lagerbeskatning i det ene selskab og realisationsbeskatning i det andet, og på den måde opnår investoren fordelene ved begge beskatningsprincipper.



Figur 11.1.2.1

11.2. Valg af beskatningsprincip for Investor A Holding ApS

Fordelen ved realisationsprincippet på unoterede aktier er, at beskatningen først sker, når gevinsten er realiseret. Dette medføre, at gevinsten er omsat til likvider eller andre aktiver. Ulempen ved realisationsprincippet er, at realiserede tab på unoterede aktier er kildeartstab og ikke kan modregnes i den skattepligtige indkomst. Ved lagerprincippet vil tab derimod løbende fra år til år bliver modregnet i selskabets skattepligtige indkomst, og tab kan dermed modregnes i alle former for skattepligtige indtægter.

For en businessangel, som Investor A Holding ApS, der har mange forskellige investeringer i unoterede porteføljeaktier, kan det være en fordel at bibeholde den løbende fradragsret for tab, som lagerbeskatningen giver mulighed for. Det er særligt tilfældet når det er ukompliceret at værdiansætte de unoterede aktier. Det må antages at en Businessangel netop har mange

investeringer, som er usikre, og hvor det er uforudsigeligt om investeringen giver gevinst eller tab. Dette skyldes at en businessangel bruges til finansiering, hvis ikke selskabet selv kan fremskaffe den fornødne kapital af egne midler eller gennem selskabets pengeinstitut. For en businessangel kan det derfor være en god ide, at starte med en besiddelse under 10%, hvor tab kan fradrages hvis investeringen går tabt. Hvis investeringen viser sig at være fordelagtig, bør businessangelen sørge for at skabe sig selv en skattefrihed, enten ved at købe flere aktier eller ved at pulje sig i et mellemholdingselskab, hvor en gevinst vil være skattefri.

11.3. Værdiansættelse af noterede aktier

Investor A Holding ApS, som indirekte ejer 5% af aktierne i Driftsselskabet A/S, kan vælge at lade sine porteføljeaktier i Driftsselskabet A/S beskattes ved lagerbeskatning jf. ABL §23 stk. 5. Aktierne i Driftsselskabet A/S er ikke optaget til handel på et reguleret marked, og der er dermed ikke nogen fastsat børskurs. Problemstillingen er hvorledes værdiansætter Investor A Holding ApS sin aktiebesiddelse i Driftsselskabet A/S?

Nedenstående tabel viser nøgletallene for Driftsselskabet A/S som skal bruges til værdiansættelsen.

Nøgletal for Driftsselskabet A/S						
	Budget	Budget	Budget	Regnskab	Regnskab	Regnskab
	2014	2013	2012	2011	2010	2009
	kr.	kr.	Kr.	kr.	kr.	kr.
Resultat før skat	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000
Balancesum	1.600.000	1.000.000	800.000	700.000	900.000	1.100.000
Egenkapital	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Gæld til pengeinstitutter	2.650.000	2.450.000	2.550.000	2.650.000	2.750.000	2.850.000
Udbytte	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000
Cash flow	-200.000	100.000	100.000			

Øvrige regnskabstal kan ses under bilag II.

Når et selskab anvender lagerprincippet på de noterede aktier, skal de løbende avancer opgøres ud fra handelsværdien³². Hvilke metoder der kan anvendes til den skattemæssige værdiansættelser er dog lidt uklart set ud fra bemærkningerne til det endelige lovforslag. I et af de første lovforslag, som var til høring var der stillet forslag om at noterede aktier kunne

³² Lovforslag L 202 2008/2009 side 23

værdiansættes til den højeste værdi af enten anskaffelsessummen eller den indre værdi. Dette blev dog fjernet i den endelige lov, efter indførelsen af reglerne om realisationsbeskatning³³. I de tilfælde hvor handelsværdien skulle opgøres ved indgangen til indkomståret 2010, hvor der skulle opgøres en nettotabskonto, blev det i bemærkningerne til lovforslaget L 202 2008/2009³⁴ nævnt at 19. maj 1993 kurserne samt de værdiansættelsesmetoder der var nævnt i ligningsvejledningen 2005-4 S.G.3.4 kunne anvendes til opgørelse af handelsværdierne. Det er dog ikke i lovforslaget nævnt om disse værdiansættelsesmetoder også kan anvendes ved de løbende værdiansættelser, der skal foretages løbende hvert år. I SKM2010.863.SR bekræftes det af Skatterådet, at værdiansættelsesmetoderne i ligningsvejledningen 2005-4 S.G.3.4 samt 19. maj 1993 kurserne og metoderne i SKAT's vejledning af 21. august 2009 kan anvendes til værdiansættelse af de løbende værdiansættelser i forbindelse med lagerbeskatningen. Flere metoder er gentaget både i ligningsvejledningen 2005, SKAT's vejledning 2009 og metoderne anvendt 19. maj 1993.

Følgende metoder er gentaget i minimum to af de tre værdiansættelseskilder³⁵:

- Købstilbud
- Indre værdi³⁶
- TSS cirkulæret 2000-9
- Price Earning

Det nævnes både i SKAT's vejledning og i ligningsvejledningen 2005-4 S.G.3.4, at der kan anvendes andre værdiansættelsesmetoder hvis disse er mere retvisende.

Af ovenstående kan det således sammenfattes, at der findes en lang række værdiansættelsesmetoder som anvendes i forbindelse med skattemæssig værdiansættelse af unoterede aktier. Ved køb og salg af virksomheder samt ved værdiansættelse af virksomheder findes ligeledes en række modeller som der kan tages udgangspunkt i. Mange modeller kræver en række komplicerede beregning af cash flow, fastsættelse af forventet kapitalafkast,

³³ Skatteudvalget 2008-09 L 202, endeligt svar på spørgsmål 3
www.ft.dk/samling/20081/lovforslag/1202/spm/3/svar/624514/681605/index.htm

³⁴ Lovforslag L 202 2008/2009 side 80

³⁵ Ligningsvejledning 2005-4 S.G.3.4, SKAT's vejledning 21. august 2009 og metoderne anvendt til værdiansættelse 19. maj 1993

³⁶ I Ligningsvejledningen 2005-4 S.G.3.4 nævnes selskabets virksomhed hvilket i nogle tilfælde kan sammenlignes med indre værdi.

WACC, NOPAT osv. Når et selskab som Investor A Holding ApS står i den situation, at der skal fastsættes en værdi af unoterede aktier, bør det vurderes hvilken værdiansættelses metoder der giver den laveste beskatning, samt hvilken metoder der er mindst kompliceret at anvende. Den værdiansættelse ud fra indre værdi er ofte den mindst komplicerede model, derfor bør selskabet i første omgang vurdere, om værdiansættelsen kan tage udgangspunkt i den regnskabsmæssige indre værdi. Hvis den indre værdi kan anvendes, er der ikke behov for at foretage yderligere komplicerede beregninger, medmindre der er behov for at underbygge den indre værdi. Selskabet bør samtidig vurdere om der er en anden metode, der eventuelt kan dokumentere en værdi der giver en lavere beskatning.

11.3.1. Værdiansættelse - Indre værdi

I meget likvide selskaber eller selskaber hvor alle aktiver opgøres til dagsværdi f.eks. Ejendomsinvesteringsselskaber eller Investeringselskaber, som kun ejer børsnoterede selskaber, vil indre værdi være det samme som selskabets dagsværdi.

Den indre værdi kan ikke anvendes som værdiansættelse af Driftsselskabet A/S, da fremtidsværdien af driftsmateriel, lager og goodwill ikke er indregnet i selskabets egenkapital og dermed er den indre værdi ikke et udsagn for selskabets egentlige værdi, men et udsagn om forskellen mellem aktiver og passiver på status tidspunktet, altså en værdiansættelse af virksomheden baseret på fortiden³⁷. Egenkapitalen kunne justeres således at fremtidsværdien af immaterielle anlæg, driftsmateriel og lager blev opgjort og indregnet, på denne baggrund ville der kunne foretages en værdiansættelse.

³⁷ Kompendium Køb og salg af virksomheder bind 1 side 103

11.3.2. Øvrige skattemæssige værdiansættelsesmetoder

Hvis ikke den indre værdi kan anvendes, bør den skattemæssige værdiansættelse af de unoterede aktier ske ud fra en af disse fem måder³⁸:

- Realiserede handelspriser
- Værdiansættelse jf. ejeraftale
- Metoder anvendt til fastsættelse af handelsværdierne på unoterede aktier 19. maj 1993
- Værdiansættelse jf. TSS cirkulære 2000-9
- Værdiansættelse efter skats vejledning af 21/8 2009.

11.3.3. 19. maj 1993 metoderne

19. maj metoderne blev anvendt ved værdiansættelse af handelsværdien på unoterede aktier i forbindelse med ændring af beskatningsreglerne på unoterede aktier for personer, som trådte i kraft 19. maj 1993.

Det vurderes af følgende metoder stadig kan anvendes til skattemæssig værdiansættelse af unoterede aktier:

- Bindende svar om værdiansættelse fra SKAT
- Værdi beregnet på baggrund af de tre seneste års skattemæssige indre værdier
- Tidligere handler

11.3.4. Realiserede handelspriser

Værdiansættelse på baggrund af realiseret transaktioner bør kun baseres på handler eller nytegning af aktier, som er sket i det pågældende selskab relativt kort tid forinden værdiansættelsen. Hvis handlen eller nytegningen er sket mellem uafhængige parter med modstridende interesser, kan transaktionen bruges som grundlag, ellers er transaktionen ikke anvendelig i skattemæssig henseende³⁹.

³⁸ "Værdiansættelse af porteføljeaktier i selskaber" SR-SKAT ONLINE SR.2011.0216 side 1-2

³⁹ "Værdiansættelse af porteføljeaktier i selskaber" SR-SKAT ONLINE SR.2011.0216 side 3

11.3.5. Værdiansættelse jf. ejeraftale

Hvis det er kutyme at handler mellem kapitalejere sker jf. regler i en ejeraftale og parterne er uafhængige parter, vil værdiansættelsen kunne baseres på reglerne om værdiansættelse i ejeraftalen⁴⁰. Ifølge SKM2010.863.SR kan reglerne i en ejeraftale anvendes, hvis der er sket handler på baggrund af aftalen, hvis handlerne er sket mellem uafhængige parter.

11.3.6. Vejledning fra SKAT 21. august 2009 og TSS Cirkulære 2000-9

Tidligere har TSS Cirkulæret og værdiansættelsescirkulæret af 1982 været anvendt til skattemæssig værdiansættelse af unoterede aktier⁴¹. Den 21. august 2009 offentliggjorde SKAT en vejledning omkring transaktioner mellem interesseforbundet parter. Vejledningen opstiller et regelsæt for værdiansættelse af unoterede aktier, som handles mellem interesseforbundet parter, eller hvor værdiansættelsen ikke kan baseres på realiserede handler eller ejeraftaler.

Vejledningen nævner at TSS Cirkulæret 2000-9, som regel kun bør anvendes, når der er tale om mindre virksomheder med et relativt stabilt indtjeningsniveau⁴².

11.3.7. Værdiansættelse - TSS cirkulære 2000-9

Jf. cirkulæret skal værdien af unoterede aktier værdiansættes til handelsværdien⁴³. I første omgang tages der udgangspunkt i seneste foretagede handler med de pågældende unoterede aktier. Hvis ikke der har været foretaget handler eller hvis disse handler ikke kan bruges som grundlag, f.eks. fordi de er forældede eller hvis de ikke er foretaget på markedsmæssige vilkår, vil hjælpereglen i punkt 2 skulle anvendes.

⁴⁰ "Værdiansættelse af porteføljeaktier i selskaber" SR-SKAT ONLINE SR.2011.0216 side 3

⁴¹ BDO artikel 30-09-2009 "Ny værdiansættelsesvejledning fra SKAT"
<http://www.bdo.dk/nyheder/Pages/Nyv%C3%A6rdians%C3%A6ttelsesvejledningfraSKAT.aspx>

⁴² Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 6

⁴³ "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter" 1. indledning 3. afsnit

Hjælpereglen

Når der sker værdiansættelser ud fra hjælpereglen, tages der udgangspunkt i selskabets egenkapital tillagt goodwill og korrektion af værdien for enkelte aktiver og passiver.

- Ejendomme værdiansættes til seneste offentlige ejendomsvurdering
- Kapitalandele skal opgøres ud fra reglerne i hjælpereglen
- Goodwill fastsættes ud fra goodwill cirkulæret 2000-10
- Udskudt skat reguleres i forhold til øvrige korrektioner
- Negativ udskudt skat optages til en vurderet kurs under 100

Beregning af goodwill jf. cirkulæret 2000-10 tager udgangspunkt i de seneste tre års resultater⁴⁴, men som et vægtet gennemsnit. Denne beregningsform tager udgangspunkt i fortiden⁴⁵ og medtager ikke de fremtidige forventninger, men kun en tendens over de tre foregående år. Fordelen ved værdiansættelse af goodwill ud fra TSS cirkulæret 2000-10 er, at grundlaget er realiserede tal, og dermed er der ikke nogen usikkerhed ved tallene og mulighed for at manipulere tallene, ligesom det er tilfældet ved et budget⁴⁶.

Følgende parametre har påvirkning på goodwillberegningen:

- Tredjemands vurdering af goodwill
- Udviklingstendensen
- Driftsherreløn
- Forrentning af virksomhedens aktiver
- Kapitalisering

Beregningen er kun vejledende og der er en del forhold, som bør overvejes inden det besluttet, om værdien kan beregnes udelukkende ud fra modellen uden væsentlige korrektioner.

⁴⁴ "Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill" punkt 3

⁴⁵ Køb og salg af virksomheder bind 1 side 103

⁴⁶ Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 13

Tredje mands vurdering af goodwill⁴⁷

I nogen tilfælde vil den faktiske værdi af goodwillen være højere for tredjemand end det beregningen viser, mens den andre gange vil være lavere. Tilfælde som kan tale for en højere værdi, kan være positive fremtidsudsigter, der gør den forventede tendens bedre end det beregningen viser. Hvis goodwillen er bundet på faktorer, som ikke nødvendigvis følger med købet af aktierne, vil det betyde at goodwillen er lavere. Virksomhedens goodwill kan afhænge af hovedaktionæren eller andre medarbejdere, der ikke nødvendigvis vil blive i virksomheden, hvis der sker salg af virksomheden⁴⁸. Det kunne også være immaterielle anlæg, såsom rettigheder og patenter, der udløber og dermed er med til at goodwillen er lavere end hvad beregningen viser.

Udviklingstendens⁴⁹

Hvis der har været enten en positiv eller en negativ udvikling i de tre seneste års resultater, vil der ske henholdsvis tillæg eller fradrag til gennemsnitsindtjeningen. Hvis indtjeningen derimod er høj i år 1, lav i år 2 og høj igen i år 3 vil der ikke ske hverken tillæg eller fradrag. Udviklingstendensen kan dermed have uhensigtsmæssige påvirkning af goodwillberegningen.

Driftsherreløn⁵⁰

Goodwillcirkulæret bruges også til beregning af goodwill i personligt drevet virksomheder, hvor der ikke udbetales løn til ejeren. Beregningen tager derfor højde for en løn til driftsherren. I selskaber forventes det, at løn til arbejdende aktionærer, er medtaget i resultatet, derfor sker der som oftest ikke fradrag for driftsherreløn. Driftsherreløn kan dog være aktuel, hvis aktionæreren har arbejdet i virksomheden, men ikke har modtaget løn eller kun modtaget en forholdsvis lav løn, i forhold til den arbejdsindsats der er udført. Driftsherrelønne er minimum 250.000 og maksimalt 1.000.000. Disse fastsatte grænser, som ikke løbende reguleres, kan være utidssvarende og dermed give uhensigtsmæssige påvirkninger på beregningen af goodwill.

⁴⁷ "Cirkulære om vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill" punkt 2

⁴⁸ "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter" punkt 4

⁴⁹ "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter" punkt 3.4

⁵⁰ "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparter" punkt 3.5

Forrentning af virksomhedens aktiver⁵¹

Goodwillberegningen fratrækker forrentningen af virksomhedens driftsaktiver, for at korrigere for virksomhedens finansielle poster, så de tager højde for kapital der er bundet i driftsaktiver. En virksomhed med mange driftsaktiver vil således få et højt fradrag, fordi en virksomhed med mange aktiver har mulighed for forholdsmæssig større indtjening end virksomheder med få aktiver. Goodwillen skal ikke afspejle virksomhedens aktiver, men derimod virksomhedens aktiviteter. Forrentningen beregnes som kapitalafkastsatsen tillagt 3%. Kapitalafkastsatsen fastsættes jf. virksomhedsskattelovens § 9 og udgør for 2011 2%. Kapitalafkastsatsen vurderes ud fra de forventede markedsforhold for det pågældende år, mens tillægget på 3% er en fast faktor, som har forholdsvis højere påvirkning på beregningen ved en lav kapitalafkastsats end ved en høj. Hvis kapitalafkastsatsen f.eks. er 2% tillægges der 3%. Tillægget udgør således 3/5 dele af forrentningen, mens tillægget kun udgør 3/10 dele hvis forrentningssatsen udgør 10%. Tillægget tager ikke højde for branche og andre forhold, der kan have påvirkning på virksomhedens afkastkrav.

Kapitalisering⁵²

Kapitaliseringen er en værdiansættelse af goodwillens levetid. Kapitaliseringen beregnes ud fra kapitaliseringsfaktoren, som er kapitalafkastsatsen⁵³ tillagt 8%. Kapitaliseringsfaktoren udgør i 2011 10% svarende til 2%+8%. Ligesom ved forrentningen af virksomhedens aktiver vil et tillæg på 8% have en stor indvirkning på beregningen ved en lav kapitalafkastsats, mens den vil have mindre betydning ved en høj kapitalafkastsats. Modellen kunne gøres mere dynamisk, ved at tillægget gøres variabelt og dermed tager udgangspunkt i virksomhedens situation.

Beregning af værdien af Driftsselskabet A/S ud fra TSS Cirkulærerne 2000-9 og 2000-10

Selskabets egenkapital udgør 1.000.000. Dermed skal der kun korrigeres for goodwillen i selskabet, som beregnes ud fra goodwill cirkulæret 2000-10. Der reguleres ikke for driftsherreløn i beregningen, fordi Iværksætter Pedersen og de øvrige medarbejdende aktionærer har fået løn for udført arbejde i de tre pågældende år. Det forventes at levetiden for selskabets goodwill er 10 år.

⁵¹ "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparten" punkt 3.6

⁵² "Cirkulære om værdiansættelse af aktier og anparten" punkt 3.7

⁵³ Jf. virksomhedsskattelovens §9, kapitalafkastsatsen udgør 2% i 2011

Beregning af goodwill jf. TSS Cirkulære 2000-10	2011	2010	2009
Vægtning	3	2	1
Årets resultat	600.000	450.000	300.000
Renteindtægter	0	0	0
Renteudgifter	400.000	300.000	300.000
Reguleret resultat	1.000.000	750.000	600.000
Vægtet resultat	500.000	250.000	100.000
Vægtet resultat 2009-2011	850.000		
Udviklingstendens 2009-2011	200.000		
Grundlag efter udviklingstendens	1.050.000		
Forrentning af driftsaktiver 5% (2%+tillæg 3%)	-342.500		
Grundlag efter forrentning af aktiver	707.500		
Kapitaliseringsfaktor 3,55⁵⁴ ved 10 år (2%+tillæg 8%)	2.511.625	Egenkapital	Total værdi
		1.000.000	3.511.625

<i>Kapitaliseringsfaktor 2,04 ved 5 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>1.443.300</i>	<i>1.000.000</i>	<i>2.443.300</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 4,68 ved 15 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>3.311.100</i>	<i>1.000.000</i>	<i>4.311.100</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 5,53 ved 20 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>3.912.475</i>	<i>1.000.000</i>	<i>4.912.475</i>

Anvendte regnskabstal kan ses under bilag II.

Af ovenstående tabel ses det at værdien af goodwillen udgør 2.511.625 og egenkapitalen ultimo 2011 udgør 1.000.000 kr., dermed udgør værdien af selskabet jf. TSS Cirkulæreret 2000-9 kr. 3.511.625.

Hvis levetiden på goodwillen er henholdsvis 5 og 20 år, udgør værdien af selskabet 2.443.300 og 4.912.475. Disse beregninger viser, at værdien af selskabet ligger mellem 2,4 mio. og 4,9 mio., alt efter hvor lang tid det må forventes, at levetiden er for goodwillen. Det skal bemærkes at periodens indtjeningsniveau ikke er stabilt. Specielt i den efterfølgende periode er der væsentlige udsving, som giver en usikkerhed for, om resultatet af beregningen kan bruges til værdiansættelse af Driftsselskabet A/S.

⁵⁴ Beregnet ved hjælp af beregningsmodel <http://www.srf.dk/hentned.htm>

I de tilfælde hvor værdiansættelsen, ifølge vejledningen fra SKAT, ikke kan ske på baggrund af TSS Cirkulæret 2000-9, realiserede handler eller regler i ejeraftaler bør værdiansættelsen ske på baggrund af Discounted Cash Flow (DCF) modellen med Economic Value Added (EVA) modellen som hjælpemodel⁵⁵. Price Earning- og kurs indre værdi metoden nævnes som beregninger, der kan underbygge DCF- og EVA modellerne.

Hovedmodel	Kontrolmodel	Hjælpemodeller
DCF	EVA	Price Earning Kurs indre værdi

11.3.8. Værdiansættelse – Discounted Cash Flow

Den nye vejledning fra SKAT kræver bl.a., at der i selskabernes værdiansættelse tages udgangspunkt i modeller der er indkomstbaseret. En bredt anvendt indkomstbaserede metode, er det diskonteret-cash-flows metode (DCF), en metode der ofte bliver kategoriseres som den teoretisk korrekt model⁵⁶.

Som ved alle andre værdiansættelsesmodeller, er DCF-modellen afhængig af en lang række informationer omkring selskabet interne og eksterne forhold. Det centrale element i DCF-modellen er den fremtidige indtjening og den heraf affødte pengestrøm (Cashflow). Netop det faktum at modellen tager udgangspunkt i fremtidige indtjening og pengestrømme, stiller store krav til den data, der anvendes i modellen.

I Skat's vejledning lægges der i endnu højere grad, end ved goodwillcirkulæret, vægt på at en værdiansættelsesmodel ikke må stå alene. De opstillede forudsætninger og prognoser skal været velbegrundet i forhold til selskabets udvikling, og det marked selskabet opererer på. Der skal tages hensyn til særlige brancheorienteret forhold, idet mange eksterne faktorer påvirker elementerne i DCF-modellen. DCF-modellen er vist i figur 11.3.8.1.

⁵⁵ Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 9

⁵⁶ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

Nutidsværdi Cash-flow
+ Nutidsværdi terminalværdi

Enterprise value

+ Markedsværdi af ikke-
driftsmæssige aktier
- Rentebærende gæld

Egenkapitalværdi

Figur 11.3.8.1

I Skats vejledning om værdiansættelse beskrives en række faser til anvendelse af DCF-modellen. Disse faser vil blive gennemgået i forbindelse med værdiansættelsen af Driftsselskabet A/S ved DCF-modellen.

Fastsættelse af budget & CashFlow

Helt grundlæggende for modellen er de forudsætninger, der ligger til grund for de opstillet prognoser og budgetter i værdiansættelsessubjektet. På baggrund af budgetterne beregnes de fremtidige cash-flows.

I bilag II ses budgettet for Driftsselskabet A/S, der tages udgangspunkt i, i forbindelse med en værdiansættelse. Det er helt afgørende for DCF-modellens anvendelse, at de bagvedliggende budgetter og prognoser er gennearbejdet, samt har grundlag i historiske regnskaber. Endvidere bør budgetterne have sammenhæng med selskabets øvrige strategiplaner. Dette stiller store krav til ledelsen i den pågældende virksomhed. Modellen er således stærkt afhængig af, at det anvendte data-input er velovervejet. I tilfælde af, at ledelsen ikke har den nødvendig information tilgængelig, kan det tvinge virksomheden til gætte til elementer i budgettet.

I vejledningen fra Skat nævnes bl.a., at budgettet skal have en vækstrate der afspejler resten af samfundet, med mindre væsentlige faktorer, der kan dokumenteres, taler for det modsatte. Er selskabet i en vækstfase, skal der udarbejdes budgetter frem til vækstraterne er stabile, en såkaldt "Steady State"⁵⁷. Budgetter bør ligeledes indeholde hensynstagen til inflation samt ændringer i andre real-værdier. Dette er særligt vigtig, hvis virksomheden kan være påvirket

⁵⁷ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

af eksempelvis afgiftsstigninger. En svaghed ved DCF-modellen, og for så vidt andre modeller hvor budgetter og prognoser anvendes til analyse af den fremtidige indtjening, er den usikkerhed der ligger i udarbejdelsen af budgetterne for de pågældende virksomheder.

På baggrund af budgettet udarbejdes en oversigt over de frie Cashflow (Overskydende likviditet) i budgetperioden. Igen er det essentielt, at de oplysninger der anvendes til det frie Cashflow er korrekte og veldokumenteret, og at der aktivt er taget stilling til elementerne i likviditetsbudgettet. Modellen⁵⁸ tager udgangspunkt i selskabets EBIT og korrigeres for ikke-likviditetspåvirkende poster samt likviditetspåvirkende poster der ikke har driftseffekt, for at komme frem til virksomhedens frie Cashflow. Det frie Cashflow er hovedfaktor for DCF-modellen.

Det frie Cashflow for Driftsselskabet A/S er angivet i figur 11.3.8.2.

	2012	År 2013	2014
EBIT	1.700.000	3.500.000	5.000.000
+ Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger	200.000	300.000	400.000
- Betalt skat	-200.000	-325.000	-775.000
= Cash earnings	1.700.000	3.475.000	4.625.000
-/+ Ændring i arbejdskapital (Varebeholdning, tilgodehavende, driftslikviditet/gæld)	-300.000	-1.500.000	-1.200.000
= Pengestrøm fra drift	1.400.000	1.975.000	3.425.000
-/+ Anlægsinvestering/ frasalg	-300.000	-500.000	-1.000.000
= Frie cashflow til långivere og ejere	1.100.000	1.475.000	2.425.000
-/+ Finansielle ind/udbetalinger efter skat	0	0	0
= Frie cashflow til ejere	1.100.000	1.475.000	2.425.000
- Udbytte	0	0	0
Frie Cash Flow	1.100.000	1.475.000	2.425.000

Figur 11.3.8.2

De frie Cashflow for budgetsperioden er opgjort til kr. 5.000.000 samt en terminalværdi i 2014 og frem på kr.2.425.000.

Centralt i DCF-modellen er WACCen., WACCen er helt afgørende for beregning er nutidsværdien af de fremtidige frie Cashflows.

⁵⁸ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

WACC

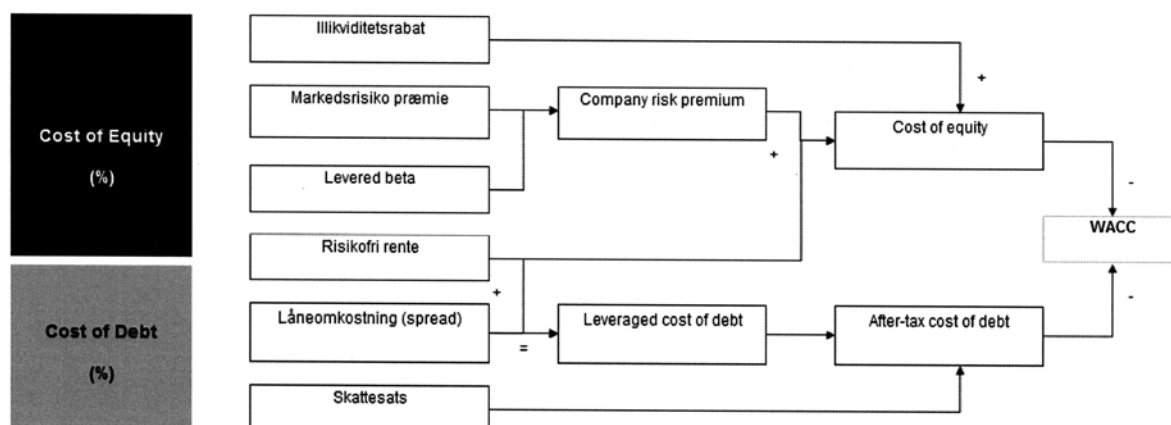
WACC (Weighted Average Cost on Capital) også kaldet diskonteringsfaktoren er et udtryk for de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

WACC fastsættes på baggrund af de betingelserne, der gælder for den pågældende virksomhed. I lighed med udarbejdelse af budgettet, er de forhold der er gældende for den pågældende virksomhed med til at påvirke fastsættelsen af WACCen. Således opnås en sammenhæng mellem de opgjorte Cashflows og bestemmelsen af WACC. Virksomhedens aktivitet, geografiske område, foreningsmæssige risiko, samt forventet kapitalafkastkrav er blot nogen af elementerne i WACC'en.

SKAT oplyser at de enkelte aktivitetsområde for virksomheden er styrende for bestemmelsen af elementerne i WACC'en, som er oplistet i punktform nedenfor⁵⁹.

- Risikofri rente
- Markedsrisikopræmie
- Betaværdi
- Selskabsspecifikt risikotillæg
- Selskabsspecifikt rentetillæg på fremmedkapital
- Skat
- Kapitalstruktur.

⁵⁹ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

Figur 11.3.8.3⁶⁰

Risikofri rente.

Den risikofrie rente udtrykker afkastet for en risikofri investering. Skat henviser til en anvendt praksis, hvor en 10-årig statsobligations effektive rente danner grundlag for den risikofrie rente⁶¹.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er et udtryk for den forventet merafkast en investor må formodes at forvente i forhold til en risikofri investering, f.eks. en statsobligation. Skat har gennemgået en række undersøgelser omkring fastsættelse af markedsrisikopræmien på baggrund af svar fra finansieringsinstitutter, professionelle investorer, revisionsfirmaer m.m. Anbefalingen fra Skat lyder på en markedsrisikopræmie på 4,5 %, som kan afvige 0,5 procentpoint ved tungvejende dokumentation⁶².

Betaværdi

Betaværdien repræsenterer den systematiske risiko der er mellem afkastet i en branche eller sektor og afkastet på en markedsportefølje⁶³. Skat anbefaler at målingen af beta-værdi i en sektor sker over en længere periode.

⁶⁰ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 42 bilag III

⁶¹ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 16

⁶² Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 16

⁶³ Transfer pricing; Kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 16

Selskabsspecifikt risikotillæg

Et selskabsspecifikt risikotillæg kan medtages, såfremt den pågældende virksomhed vurderes til at være en mere risikofyldt investering, end de virksomheder der ligger til grund for bestemmelsen af beta-værdien. Skat pointerer at et selskabsspecifikt risikotillæg kun skal medtages såfremt det er velbegrundet, og der ikke andet steds i fastsættelsen af WACC'en er taget højde for denne risiko, eksempelvis prognose, budget m.m.⁶⁴

Selskabsspecifikt rentetillæg på fremmedkapital

Rentetillægget på fremmedkapital benævnes andre steder som lånerente for den pågældende virksomhed. Fastsættelsen heraf bør ifølge Skat ske ved en samlet risikovurdering af virksomheden. Heri kan bl.a. kreditvurdering af virksomheden samt andre virksomheder, hvor sammenligningsniveauet tillader dette, indgå. Inspiration kan endvidere findes i eksisterende låneaftaler, der er indgået på armslængeprincip og i øvrigt afspejler virksomhedens forhold til fremmedkapital⁶⁵.

Skat

Anbefalingen fra Skat er, at der anvendes den til enhver tid gældende skattesats i det land, hvor virksomheden er skattesubjekt⁶⁶.

Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen angiver, hvorledes de enkelte elementer i WACC skal vægte i forhold til hinanden. De enkelte elementer kan variere og ændre sig over budgetperioden. Det er dog Skats opfattelse at der i værdiansættelsesperioden benyttes en konstant kapitalstruktur.

Elementerne i WACC'en bidrager samlet til fastsættelsen af WACC'en. Eksempel på beregning af WACC'en er vedlagt i bilag III⁶⁷. Idet værdiansættelsen ved DCF-modellen skal vurderes i sammenhæng med andre anerkendte værdiansættelsesmodeller, hvor der ligeledes anvendes en diskonteringsfaktoren, er WACCen for Driftsselskabet fastsat til 10%, således at

⁶⁴ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 17

⁶⁵ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 17

⁶⁶ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, side 17

⁶⁷ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 43 bilag III

sammenligneligheden er størst mulig. Valget af 10 % er sket på baggrund af kapitalafkastsats på 2 % jf. VSL § 9 med tillæg på 8 % for Goodwillcirkulæret 2000-9.

Nutidsværdi af Cashflow & Terminalværdi

Det frie Cashflow og WACC er fastsat, hvilket medfører at tilbagediskontering af pengestrømmene kan foretages. Det samlede frie Cashflow over budgetsperioden er kr 5.000.000 og en terminalværdi på t.kr. 2.425.000 i 2014 som angivet i figur 11.3.8.2.

Nutidsværdien af de fremtidige Cashflows bestemmes følgende formel⁶⁸.

$$EV_{II} = \sum_{t=1}^{13} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Figur 11.3.8.4

Nutidsværdi af Cashflow og terminalværdi bestemmes således.

Nutidsværdi Cash Flow	4.040.947
Nutidsterminal værdi $\frac{2.425.000}{10\%} \times (1 + 10\%)^{-3}$	<u>18.219.384</u>
Enterprise Value	<u>22.260.331</u>
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktier	0
- Rentebærende gæld	<u>-2.550.000</u>
Egenkapitalværdi	<u><u>19.710.331</u></u>

Figur 11.3.8.5

På baggrund af de angivne budgetter, pengestrømme og WACC er egenkapitalværdi af Driftsselskabet A/S vurderet til t.kr.19.700.000.

Konsekvensberegning

Som et led i udarbejdelsen af værdiansættelsen, har ledelsen vurderet en lang række faktorer bl.a. i forhold til budgettet, som derigennem har effekt i de frie Cashflow. Det vil derfor i forlængelse af værdiansættelsen være naturligt, at foretage vurdering af egenkapitalværdierne

⁶⁸ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

i tilfælde af at enkelte af centrale faktorer påvirkes. I figur 11.3.8.6 ses egenkapitalværdierne ved en omsætningsændring på +/- 10 % samt en ændring i WACC på +/- 1 %. Dækningsgraden er dette tilfælde uændret, men nævnes flere steder som en mulig faktorer i konsekvensberegningerne⁶⁹. Bilag IV

		Omsætningsændring i %		
		-10	Basis	+10
Disk. Rente (%)	9	16.000	22.400	33.600
	10	13.900	19.700	29.800
	11	12.100	17.500	26.800

Figur 11.3.8.6

Konsekvensberegningerne viser en spredning mellem kr. 12.100.000 og 33.600.000, hvilket kan danne grundlag for sammenligning med andre værdiansættelsesmodeller.

11.3.9. Kontrolmodel – Evonomic Value Added

En model der kan anvendes som supplerer til DCF-modellen, er EVA-modellen.

EVA-modellen (Economic Value Added) afskildrer sig fra DCF-modellen ved at benytte sig af begreber som investeret kapital og afkastsgard /Return on invested capital (ROIC).

Til anvendelse af EVA-modellen skal følgende elementer fastsættes⁷⁰.

- NOPAT
- Investeret kapital primo
- WACC
- Budgetperiode
- Terminalperiode
- Værdi af ikke-driftsmæssige aktiver
- Nettorentebærende gæld

⁶⁹ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 48 bilag III

⁷⁰ Transfer Pricing; Kontrollerede transaktioner, værdiansættelse. Side 21

NOPAT

EVA-modellen introducere begrebet NOPAT (Net operational Profit After Tax/ Primært resultat efter skat). NOPAT udledes fra de budgetter, der er udarbejdet i forbindelse med DCF-modellen.⁷¹

Investeret kapital primo

Investeret kapital primo udledes som aktiver i alt fratrukket ikke-driftsmæssige aktiver og driftsgæld⁷².

De resterende elementer er enten er almindelig regnskabsmæssige paramenter eller beskrevet i DCF-modellen. Der henvises til budgettet i bilag II.

EVA er bestemt til følgende værdi, der henvises beregning i bilag V.

	År		
	2012	2013	2014
EVA	1.010.000	2.370.000	3.450.000

De samlet EVA-værdier for budgetperioden er kr.6.830.0000 med en terminal værdi på kr. 3.450.000. Enterprises value, som er et delresultat i EVA-modellen, fastsættes med følgende formel, hvor EVA-værdier tilbagediskonteres med WACC, hvorefter den investeret kapital tillægges⁷³.

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

EVA-modellen for Driftsselskabet A/S er illustreret i figur 11.3.9.1

.

Enterprises Value er opgjort til kr. 35.524.230, hvortil ikke-driftsmæssige aktiver tillægges medens rentebærende gæld fratrækkes.

EVA-modellen værdiansætter på Driftsselskabet A/S til kr. 32.874.230.

⁷¹ Transfer Pricing; Kontrollerede transaktioner, værdiansættelse. Side 21

⁷² Transfer Pricing; Kontrollerede transaktioner, værdiansættelse. Side 21

⁷³ Transfer Pricing; Kontrollerede transaktioner, værdiansættelse. Side 20

Nutidsværdi EVA i budgetperiode	5.853.869
Nutidsværdi af terminalperiode	25.920.361
Market value added (MVA)	<u>31.774.230</u>
- Investeret kapital primo	3.750.000
Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver (Enterprises value)	<u>35.524.230</u>
+ Markedsværdi af ikke driftsmæssige aktiver	0
Virksomhedsværdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver	35.524.230
- Markedsværdi af rentebærende gæld	<u>-2.650.000</u>
Estimeret værdi af egenkapital	<u><u>32.874.230</u></u>

Figur 11.3.9.1

I lighed med DCF-modellen vil en konsekvensberegning med udsving i omsætning på +/- 10 % bidrage til en spredning, der er formålstjenestelig i forhold til andre værdiansættelsesmodeller. Bilag V

		Omsætningsændring i %		
		-10	Basis	+10
Disk. Rente (%)	10	24.300	32.900	41.500

11.3.10. Hjælpe-model – Price earning

Værdiansættelse efter price earning modellen er en markedsværdi hvor det pågældende selskab værdiansættes ud fra P/E værdierne i en række sammenlignelige selskaber, kaldt peer gruppen, hvor markedsværdien er kendt⁷⁴. P/E modellen er en nutidsmodel, som afspejler den pågældende virksomheds værdi på baggrund af nutidsværdien for peer gruppe. P/E metoden bruger multiple, altså forholdstal, som kan anvendes til at værdiansætte det pågældende selskab, selvom selskabets værdi er væsentlig mindre end værdien af selskaberne i peer gruppe. Der kan anvendes to former for multipler, børsmultipler og transaktionsmultipler⁷⁵. Ved anvendelse af børsmultipler, bruges indtjeningsvnen for en peer gruppe af børsnoterede selskaber, hvor markedsværdien beregnes ud fra dagskursen. Transaktionsmultipler anvender realiserede handelsværdier for selskaber i peer gruppen.

⁷⁴ Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 21-22

⁷⁵ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 32 bilag III

Når virksomhederne i peer gruppen skal udvælges, er det vigtigt at finde selskaber med en aktivitet, som er tæt beslægtet med det pågældende selskab, der skal værdiansættes. En stor peer gruppe giver et større statistisk grundlag for forholdstalet, og dermed er det mere repræsentativt. Samtidig må gruppen ikke være så stor, at det går ud over sammenligneligheden mellem virksomhederne i peer gruppen.

I forbindelse med udvælgelsen af peer gruppen er det vigtigt, at vælge hvilke indtjeningsniveau, som er bedst sammenligneligt. Valg af indtjeningsniveau afhænger af branchen samt peer gruppens sammensætning. Om det er EBITDA, EBIT, resultat efter renter eller årets resultat der anvendes, afhænger af den pågældende situation⁷⁶. For at få det bedste grundlag, må det undersøges om der er støj i resultaterne, som skal sorteres fra, samt om der er forskel på de regnskabsprincipper, der anvendes til at opgøre det anvendte beregningsgrundlag⁷⁷.

Driftsselskabet A/S er som tidligere nævnt en virksomhed, der sælger komponenter til kommunikationsindustrien. Den valgte peer gruppe består af GN Store Nord, William Demant og Thraner & Thraner. Disse tre virksomheder er valgt af tre årsager, det er alle danske virksomheder, de handles relativt ofte på fondsbørsen og de har aktiviteter inden for telekommunikation og høreapparater. Med disse tre ligheder mellem peer gruppen og Driftsselskabet A/S vurderes det, at peer gruppen kan bruges i sammenligningen af indtjeningsniveauet. Som indtjeningsforholdstal er anvendt resultat af primær drift, for at undgå påvirkning af sammenligneligheden vedrørende forskellige finansielle poster og skatter. Afskrivningerne er medtaget, idet der her er tale om teknologiskorienteret virksomheder, der må forventes at have væsentlige investeringer i produktionsudstyr og dermed bør sammenligningen medtage nedskrivninger på produktionsudstyr. I datagrundlaget er der frasorteret P/E værdien i 2009 for GN Store Nord, fordi den gav et negativt resultat, hvilket gav væsentlig forstyrrelse i beregningerne. Ligeledes er der i 2010 og 2011 taget højde for, at GN Store Nord i resultatet af primær drift har medtaget en indtægt vedrørende en voldgiftssag. Indtægten er ikke medtaget i P/E værdien, fordi dette må anses for at være en ekstraordinær indtægt.

⁷⁶ Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 21-22

⁷⁷ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 33-36 bilag III

Driftsselskabet A/S har haft nedenstående resultater i 2009 til 2011.

Casevirksomhed	Resultat af primær drift		
	2009	2010	2011
Driftsselskabet A/S	300.000	450.000	600.000

Der er foretaget nedslag i P/E værdierne på 25-50%, pga. at Driftsselskabet A/S er en væsentligt mindre virksomhed end virksomhederne i peer gruppen, dermed vil det være faktorer så som kendskab, produktsammensætning osv. som vil tillægge værdi i peer gruppen, som ikke vil forefindes i Driftsselskabet A/S. Dermed er der behov for et nedslag i P/E værdierne, som også nedbringer værdiansættelsen⁷⁸.

Værdiansættelse ud fra gennemsnitlig P/E i peer gruppen										
				P/E værdier 2009-2011			Historisk P/E jf. Børsen			
	2009	2010	2011	Værdier				Værdier		
Nedslag	P/E	P/E	P/E	2009	2010	2011	P/E	2009	2010	2011
25%	16	17	13	4.794.862	7.831.626	8.015.753	15	4.440.000	6.660.000	8.880.000
37,5%	13	15	11	3.995.718	6.526.355	6.679.794	12	3.700.000	5.550.000	7.400.000
50%	13	12	9	3.196.575	5.221.084	5.343.835	10	2.960.000	4.440.000	5.920.000

Beregninger kan ses under bilag VI, regnskabstal og historiske P/E kan ses under bilag VIII.

Værdiansættelse af Driftsselskabet A/S i perioden 2009 til 2011 viser en værdi på mellem kr. 2.960.000 og kr. 8.880.000, når der tages udgangspunkt i pågældende peer gruppe og resultat af primærdrift anvendes som indtjeningskriterium.

11.3.11. Hjælpe-model – Kurs indre værdi

Kurs indre værdi er ligesom P/E metoden en multipel model, der tager udgangspunkt i en peer gruppe⁷⁹. Usikkerhederne omkring sammenligneligheden er de samme som i P/E metoden. Forskellen ved værdiansættelse ud fra kurs indre værdi i forhold til P/E er, at der i dette tilfælde tages udgangspunkt i den indre værdi i virksomheden, altså selskabet egenkapital i stedet for indtjeningssevne. Markedsværdien kan ligesom ved P/E metoden fastsættes ud fra enten børskursen eller realiserede handelsværdier. For at kunne anvende kurs indre værdi som værdiansættelses metode, er det vigtigt at egenkapitalen, i det selskab der skal værdiansættes, er omformuleret så den er sammenlignelig med virksomhederne i peer gruppen. Her vil

⁷⁸ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 37 bilag III

⁷⁹ Vejledning fra SKAT 21. august 2009 side 24

udbytter samt anvendte regnskabsprincipper have en afgørende faktor for, at kurs indre værdi kan anvendes som værdiansættelses model⁸⁰.

I Driftsselskabet A/S er de årlige resultater hvert år blevet udloddet som udbytte i perioden 2009 til 2011. Det samlede udbytte udgør kr. 1.350.000. I værdiansættelsen med udgangspunkt i kurs indre værdi er dette udbytte tillagt egenkapitalen 2011, således at egenkapitalen er mere sammenlignelig med peer gruppen, der kun har udloddet en mindre andel af årets resultat.

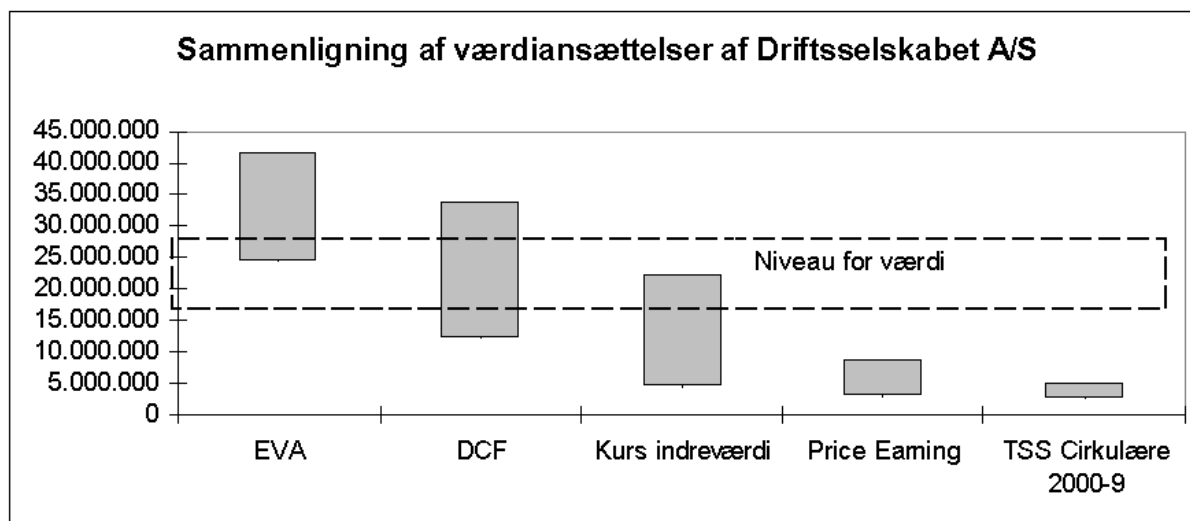
Kurs indreværdi	
	Kursindreværdi 23. april 2012 jf. Børsen 24. april 2012
<i>Peer Group</i>	
GN Store Nord	1,90
William Demant Holding	9,43
Thrane & Thrane	2,50
Gennemsnit for peer gruppen	4,61
Indre værdi Driftsselskabet A/S 2011	1.000.000
Kurs indre værdi	4.610.000
Indre værdi Driftsselskabet A/S 2009-2011 uden udbetalt udbytte	2.350.000
Kurs indreværdi	10.833.500

Værdiansættelse på baggrund af gennemsnittet for peer gruppen udgør på baggrund af egenkapitalen 2011 kr. 10.833.500. Hvis tallet beregnes alene på baggrund af kurs indre værdi for GN Store Nord, som har den laveste kurs indre værdi, ville værdiansættelsen udgøre 4.465.000. Hvis værdien blev taget alene ud fra William Demant, der har den højeste kurs indre værdi, ville værdien udgøre 22.160.500.

⁸⁰ Plancer fra Ernst&Young kursus 28. oktober 2010 side 33-36 bilag III

11.3.12. Sammenligning af værdiansættelsesmodellerne

Med udgangspunkt i DCF modellen, suppleret med EVA-modellen og kurs indre værdi som hjælpemodeller vurderes det, at værdien af Driftsselskabet A/S vil ligge på mellem 17 mio. og 27 mio. altså et spænd på 10 mio. med en middelværdi omkring 22 mio. jf. nedenstående figur 11.3.12.1.



Figur 11.3.12.1

I figur 11.3.12.1 ses det at værdiansættelsen af Driftsselskabet A/S er lavest i beregningen for TSS Cirkulæret 2000-9. Dette skyldes i høj grad, at værdiansættelsen i TSS Cirkulæret 2000-9 har baggrund i de seneste tre års realiserede resultater, altså historiske resultater, mens de øvrige modeller har baggrund i enten nutidsresultater eller fremtidsresultater⁸¹.

Driftsselskabet A/S	Budget 2014 kr.	Budget 2013 kr.	Budget 2012 kr.	Realiseret 2011 kr.	Realiseret 2010 kr.	Realiseret 2009 kr.
ÅRETS RESULTAT	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000

Bilag III.

Virksomhedens indtjening har en positiv udvikling over perioden, dermed vil modellerne, som baseres på de fremtidige resultater, give højere værdi end de modeller, der er baseret på nutidsværdien eller historiske resultater.

⁸¹ Kompendium Køb og salg af virksomheder bind 1 side 103

Hvis de tre modeller kurs indre værdi, Price Earning og TSS Cirkulæret 2000-9 i stedet bliver baseret på baggrund af budgettallene vil værdiansættelsen for Driftsselskabet A/S blive følgende:

Værdiansættelse TSS Cirkulæret 2000-9 (Budgettal 2012-2014)		Egenkapital	Total værdi
Kapitaliseringsfaktor 3,55 ved 10 år (2%+tillæg 8%)	13.055.125	1.000.000	14.055.125
<i>Kapitaliseringsfaktor 2,04 ved 5 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>7.502.100</i>	<i>1.000.000</i>	<i>8.502.100</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 4,68 ved 15 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>17.210.700</i>	<i>1.000.000</i>	<i>18.210.700</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 5,53 ved 20 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>20.336.575</i>	<i>1.000.000</i>	<i>21.336.575</i>

Bilag IX.

Værdiansættelse baseret på budgettal 2012-2014 ud fra TSS cirkulæret ligger på et niveau mellem 8,5 mio. og 21,3 mio.

Værdiansættelse ud fra gennemsnitlig P/E i peer group (Budgettal 2012-2014)										
P/E værdier 2009-2011							Historisk P/E jf. Børsen			
	2009	2010	2011	Værdier				Værdier		
Nedslag	P/E	P/E	P/E	2012	2013	2014	P/E	2012	2013	2014
25%	16	17	13	15.583.302	40.463.401	47.092.547	15	14.430.000	34.410.000	52.170.000
37,5%	13	15	11	12.986.085	33.719.501	39.243.789	12	12.025.000	28.675.000	43.475.000
50%	11	12	9	10.388.868	26.975.600	31.395.031	10	9.620.000	22.940.000	34.780.000

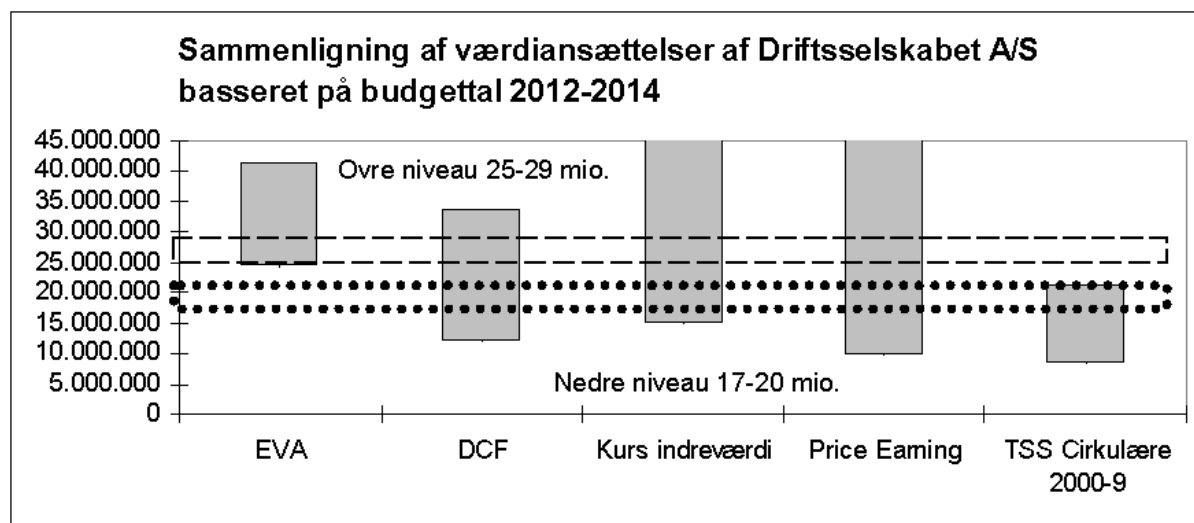
Værdiansættelse baseret på budgettal 2012-2014 ud fra P/E værdierne ligger på et niveau mellem 9,6 mio. og 52,2 mio.

Kurs indre værdi baseret på budgettal 2012-2014	
<i>Peer Group</i>	Kursindreværdi 23. april 2012 jf. Børsen 24. april 2012
GN Store Nord	1,90
William Demant Holding	9,43
Thrane & Thrane	2,50
Gennemsnit for peer group	4,61
Indre værdi Driftsselskabet A/S 2014	1.000.000
Kurs indre værdi	4.610.000
Indre værdi Driftsselskabet A/S 2012-2014 uden udbetalt udbytte.	7.825.000
Kurs indre værdi	36.073.250

Kurs indre værdi baseret på enkelt værdier	Kurs indre værdi
GN Store Nord	1,90
William Demant Holding	9,43
Thrane & Thrane	2,50

Værdiansættelse baseret på budgettal 2012-2014 ud fra kurs indre værdi ligger på et niveau mellem 14,9 mio. og 73,8 mio.

Opsummering af værdierne for budgettallene viser at værdierne sammenlignet med figur 11.3.12.2 er væsentligt tættere på EVA modellen og DCF modellen.



Figur 11.3.12.2

Figur 11.3.12.2 viser, hvis der tages udgangspunkt i DCF modellen med EVA, Kurs Indre værdi og Price Earnings som hjælpemodeller, vil værdiansættelsen af Driftsselskabet A/S ligge på et niveau mellem kr. 25.000.000 og 29.000.000. Hvis der i stedet tages udgangspunkt i DCF modellen med hjælpemodellerne Kurs indre værdi, Price Earning og TSS Cirkulære 2000-9 ligger niveauet på mellem 17.000.000 og 20.000.000. Elementerne i de to modeller, som ligger på hver sin side af fællesmængden, EVA og TSS Cirkulæret, er ens på flere punkter. TSS Cirkulæret er anvendeligt hvis fremtidens resultater er konstante i forhold til den periode modellen baserer sig på. EVA modellen er ligeledes god som grundlag for værdiansættelsen, hvis de år der ligger efter budgetperioden er konstante i forhold med det sidste år i budgetperioden. Begge modeller arbejder med en terminalværdi, i TSS cirkulæret er terminalværdien dog levetiden på goodwillen. Det skal bemærkes, som nævnt i afsnit 11.3.6, at TSS Cirkulæret er bedst anvendeligt når der er tale om stabilt indtjeningsniveau, hvilket der kan sættes spørgsmålstejn ved i denne casevirksomhed, hvor der i budgetperioden

er en væsentlig vækst. Det skal bemærkes at EVA modellen ligeledes kan være misvisende, hvis der fortsat forventes væsentlig vækst efter budgetperiodens udløb.

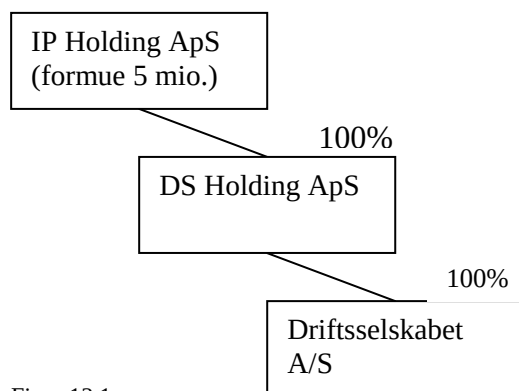
11.4. Delkonklusion - Værdiansættelse

Hvilke modeller der vælges som de afgørende hjælpemodeller, og dermed bestemmer niveauet for værdiansættelsen, afhænger af situationen. Det mest nærliggende i denne situation er at vælge niveauet 20.000.000-25.000.000, altså det mellemrum hvor hverken EVA modellen eller TSS Cirkulæret dækker, da der dermed vælges en gylden middelvej, som i dette tilfælde falder sammen med middelværdierne for DCF modellen. Ultimo 2011 kan Investor A således værdiansætte sine aktier til 5% af mellem 20.000.000 og 25.00.000. Hvis Investor A vælger midten af intervallet 22.500.000 kr. som værdien af Driftsselskabet A/S, vil værdien af aktieposten på 5% udgøre 1.125.000 kr. Dette svare til en samlet urealiseret avance på 1.025.000 kr. i forhold til anskaffelsessummen på 100.000 kr. Den urealiserede avance på 1.025.000 kr. vil således i perioden fra anskaffelsestidspunktet til ultimo 2011 blive løbende beskattet med samlet set 256.250 kr. i selskabsskat.

Jf. bemærkningerne til lovforslaget L 202 2008/2009 samt SKM2010.863.SR og SKATs vejledning af 21. august 2009 er der en lang række af mulige værdiansættelsesmodeller, der kan anvendes til skattemæssig værdiansættelse af unoterede aktier. Herunder indre værdi, sammenlignelige handler, ejeraftaler, 13. maj 1993 metoderne, TSS Cirkulæret 2000-9, DCF modellen og EVA modellen. DCF modellen støttet af EVA modellen skal anvendes hvis ikke enten tidligere handler, ejeraftaler, 13. maj 1993 metoderne, regnskabsmæssig indre værdi eller TSS Cirkulæret 2000-9 kan anvendes til værdiansættelsen. Resultatet i DCF modellen bør kontrolleres ved hjælp af EVA modellen og bør underbygges af andre modeller såsom P/E og kurs indre værdi.

12. IP Holding ApS efter salg af aktier i step 2

Iværksætter Pedersen, som er gift, har nu gennem en årrække været medejer af Driftsselskabet A/S, og efter salget af aktierne til de to medarbejdere og investor A har han opbygget en formue på 5 mio. i sit holdingselskab. Han vil gerne investere formuen i både børsnoterede og unoterede aktier over en 10-års periode indtil han regner med at gå på pension.



Figur 12.1

Det skattefrie udbytte fra Driftsselskabet A/S udgør årligt 0,25 mio. og efter 10 år vurderes det at Iværksætter Pedersen vil have en aktieavance på 2 mio. ved at sælge aktierne i DS Holding ApS og dermed indirekte Driftsselskabet A/S samt likvidere IP Holding ApS. Iværksætter Pedersen betaler i forvejen topskat, og derfor vil han gerne have optimeret eventuelle udbytter i perioden frem til sin pension. Iværksætter Pedersens's kone har ingen personlig aktieindkomst. Iværksætter Pedersen vil gerne vide om han skal udlodde udbyttet til sig selv privat eller om han skal beholde formue i selskabet indtil han skal gå på pension. Iværksætter Pedersen har i samarbejde med sin investeringsrådgiver i banken opstillet en investerings portefølje.

Alle 5 mio. investeres i børsnoterede værdipapirer med et årligt afkast på 10% efter inflation. Afkastet fordeler sig således 9% i årlig værdistigning og 1% modtages som udbytte. Selskabsskatten i selskabet kan finansieres ved en intern mellemregning med Driftsselskabet A/S, som forrentes med 6%. Nettoudbytter vil blive reinvesteret i børsnoterede aktier med samme afkastprofil som de øvrige børsnoterede aktier.

Selskabsinvestering - løsning 1

Scenario 1 giver et nettoprovenu på 9.217.206 kr. hvis alle værdier beholdes i selskabet gennem de 10 år og udloddes ad en gang i år 11.

Årligt udbytte 96.600 kr. - løsning 2

Hvis Iværksætter Pedersen i stedet vælger årligt at udlodde udbytte til sig selv privat op til bundgrænsen på 96.600 kr. hvilket beskattes med 28%, og de årlige udbytter efter skat ligeledes investeres i børsnoterede aktier, vil nettoprovenuet i år 11 efter at alle skatter er betalt være 9.372.786 kr.

Privatinvestering - løsning 3

Hvis Iværksætter Pedersen i stedet vælger at udlodde alle midler fra selskabet til sig selv hvert år, vil nettoprovenuet i år 11 efter betaling af alle udbytteskatter udgøre 8.851.195 kr.

Opsummering af de tre løsninger i tabelform

	Slutafregning i 2021 Løsning 1	Slutafregning i 2021 Løsning 2	Slutafregning i 2021 Løsning 3
Selskabsinvestering			
Investering	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Udbytte primo		-96.600	-5.000.000
Samlet værdistigning	7.774.282	7.158.597	0
Samlede udbytter	863.809	795.400	0
Udbytteskat 25% total	-215.952	-198.850	0
Udbytteskat 25% total modregnet som a/c skat	215.952	198.850	
Samlede selskabsskatter	-2.159.523	-1.988.499	0
Rente til Driftsselskabet A/S for lån til selskabsskat	-110.151	-101.985	0
Samlede udbytter modtaget fra Driftsselskabet A/S	2.500.000	2.500.000	2.500.000
Avance ved salg og opløsning af selskaber	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Samlet udbetalt udbytte til Iværksætter Pedersen	0	-966.000	-4.500.000
Formue før skat af aktieindkomst (A)	15.868.417	14.300.912	0
			0
Udbytteskat 28% af 0-96.600 af (A)	-27.048	-27.048	0
Udbytteskat 42% af 96.600-x af (A)	-6.624.163	-5.965.811	0
Nettoudbytte til Iværksætter Pedersen efter skat (B)	9.217.206	8.308.053	0

	Slutafregning i 2021	Slutafregning i 2021	Slutafregning i 2021
<i>Privat investering</i>	Løsning 1	Løsning 2	Løsning 3
Bruttoudbytte (C)	0	1.062.600	9.500.000
Samlede udbytteskatter 28% af 0-96.600 af (C)	0	-297.528*	-297.528
Samlede udbytteskatter 42% af 96.600-x af (C)	0	0	-3.543.708**
Nettoudbytte (D)	0	1.062.600	9.202.472
Samlet værdistigning (E)	0	464.991	4.932.786
Samlede udbytter (F)	0	51.666	548.087
Samlede udbytteskatter 42% af (F)	0	-21.700	-230.197
Samlet privat investering før skat (G)	0	1.260.029	10.909.441
Skat 28% af 0-96.600 af værdistigning (E)	0	0***	-27.048
Skat 42% af 96.600-x af værdistigning (E)	0	-195.296****	-2.031.198
Privat investering efter skat (H)	0	1.064.733	8.851.195
Total (B+H)	9.217.206	9.372.786	8.851.195

Beregninger til brug for denne tabel kan ses under bilag VII.

*Alle årlige udbytter udgør 96.600

**De årlige udbytter variere mellem 250.000 og 5.000.000 i perioden

***bundfradrag er allerede brugt en gang i løsning 2

****skat beregnet som 42% af værdistigning (E)

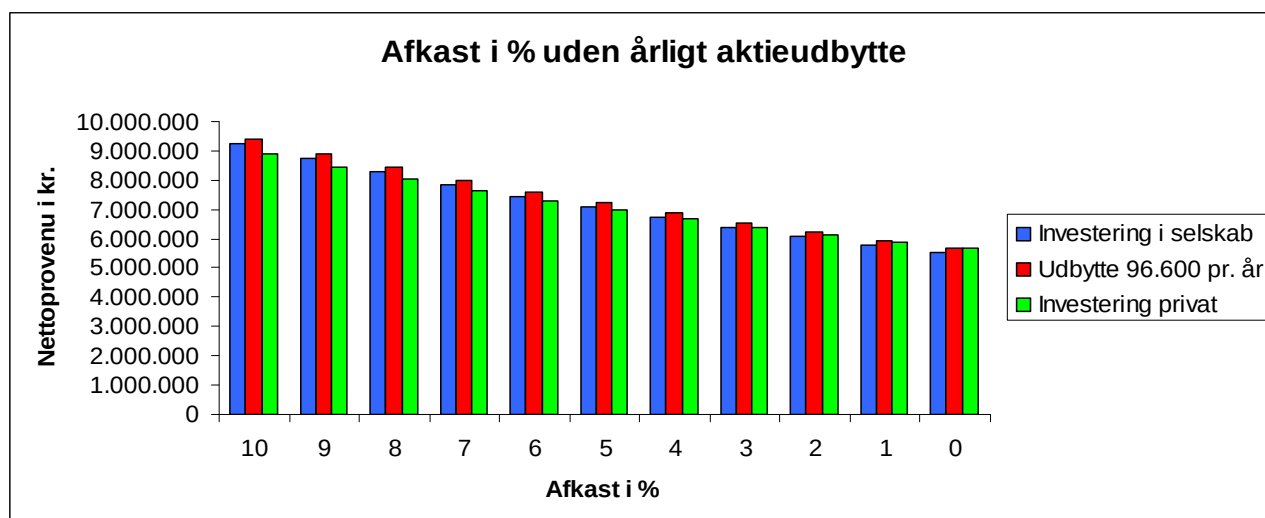
Det kan altså udledes at der i denne portefølje er 518.591 kr. i forskel på nettoprovenuet mellem 100% privatinvestering og løsningen hvor der udloddes løbende udbytte. Dette skyldes at udbytte skatten over kr. 96.600 for ægtepar udgør 42% og eftersom alle 5 mio. bliver udloddet privat i starten af investeringsperioden i løsning 3, vil en stor del af formuen blive betalt i skat. I dette tilfælde udgør udbytteskatten 2.086.476 i år 0 og dermed er formuen, der kan investeres mindre end i de to andre løsninger hvilket resultere i, at de løbende afkast bliver mindre. Dette medføre også at det endelige nettoprovenu bliver mindre. Desto større formuen er, desto større vil forskellen blive eftersom det er de løbende afkastet af formuen, der gør forskellen.

Forskellen mellem 100% investering i selskab og løbende udlodning op til bundgrænsen for ægtepar udgør kr. 155.580. Nettoprovenu forskellen mellem disse to løsninger består af tre ting. Det ene er at de løbende udbytter kun beskattes med 28% i løsning 2, mod de 42% som beskattes af næsten hele selskabsformuen i løsning 1. Derimod bliver formuen i løsning 2 løbende nedbragt ved betaling af udbytteskat, hvilket betyder der er en mindre formue at investere og dermed mindre løbende afkast i løsning 2 i forhold til løsning 1. Det tredje

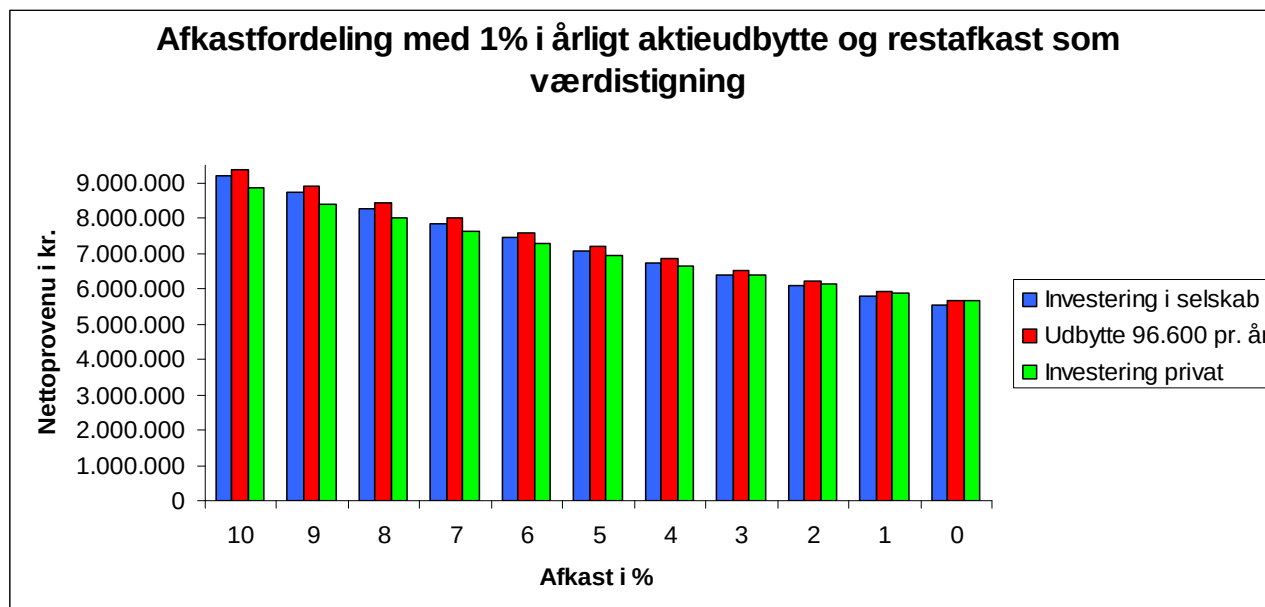
element, som påvirker de to løsninger er de løbende selskabsskatter, som i kraft af lavere værdistigninger i løsning 2 er mindre. Dermed begrænses dobbeltbeskatningen i løsning 2. Selv ved afkast både over og under 10% vil løsning 2 være bedre end løsning 1 pga. forskellen i skatteprocenterne på udbytteskatten samt den lavere dobbeltbeskatning.

Løsning 2 kan optimeres med et nettoprovenu på yderligere 1.366 kr. til 9.374.152 kr. over de 10 år. Dette gøres ved at det årlige udbytte fra IP Holding ApS tilrettes så det tager højde for de udbytter Iværksætter Pedersen modtager personligt for sine personlige aktieinvesteringer, så den årlige aktieindkomst maksimalt udgør 96.600. Dette ville være den absolut mest optimale skattemæssige løsning for Iværksætter Pedersen ud fra de forudsætninger der er opstillet. Der er således i den opstillede case 156.946 kr. i forskel mellem den mest optimale løsning og løsning 1 over de 10 år. Hvis der tages udgangspunkt i den mest optimale løsning udgør forskellen 1,7% hvorimod den dårligste løsning nemlig nr. 3 udgør en forskel på 5,6%

Hvis man undersøger de tre løsninger ved forskellige afkastmuligheder og sammensætninger i afkast fra 10% til 0%, sker der følgende som også kan ses af nedenstående diagrammer. Løsning 2 vil altid være den mest optimale, men ved lave afkast fra 0 til 2% pr. år efter inflation vil løsning 3 være bedre end løsning 1. Dette skyldes af skattebesparelsen på forskellen mellem 28% og 42% på de årlige udbytter i løsning 3, begynder at være mere fordelagtig end det merafkast, der opnås ved at beholde formuen i selskabet. Yderligere ses det at ved et afkast på 0% er det næsten ingen forskel på om det er løsning 2 eller 3 der vælges, forskellen udgør under 15.000 kr. over de 10 år, svarende til en forskel på under 1%.



Figur 12.2



Figur 12.3

Ved høje afkast over 28,5% vil løsning 3 være at foretrække, eftersom dobbeltbeskatningen ved selskabsbeskatningen af aktieavancer begynder at have stor påvirkning på nettoprovenuet. Ved afkast på henholdsvis 20%, 28,5% og 30% giver de tre løsninger følgende nettoprovenu.

	Løsning 1 Investering i selskab	Løsning 2 Udbytte 96.600 pr. år	Løsning 3 Investering privat
20%	16.309.894 kr.	16.535.863 kr.	15.912.816 kr.
28,5%	27.044.699 kr.	27.415.945 kr.	27.443.826 kr.
30%	29.594.306 kr.	30.003.979 kr.	30.277.542 kr.

Af dette kan udledes at løsning 2 er bedst ved årlige afkast på mellem 0 og 28,5%, mens løsning 1 er bedst ved afkast over 28,5%.

13. Step 3.1 kapitalforhøjelse

Efter ansættelsen af de to nøglemedarbejder har Driftsselskabet A/S udviklet sig og kommer tættere på et færdigt produkt. Det viser sig i midlertidigt at den sidste udviklingsfase bliver langt mere omkostningstung end først forventet. Der har fra flere sider vist sig stor interesse for selskabets produkter og Iværksætter Pedersen har modtaget mange tilkendegivelser fra kunder der ønsker at handle med Driftsselskabet A/S.

Iværksætter Pedersen har sammen med de øvrige kapitalejere vurderet at forretningsplanen kun kan realiseres, hvis der tilføres ny kapital til Driftsselskabet A/S, således at selskabets produkt kan blive færdig- og videreudviklet. Iværksætter Pedersen har sammen med de øvrige kapitalejere forhandlet med en ny kapitalstærk investor Investor B, som ønsker at investere et større beløb i Driftsselskabet A/S mod at få kontrollen med hovedparten af aktierne i Driftsselskabet A/S. Samtidig har Investor A givet udtryk for ønske om at udnytte sin option til at øge sin andel til 10%.

De eksisterende kapitalejerne er således indstillet på at afgive hovedparten af deres aktier til den nye investor, idet Driftsselskabet A/S har behov for yderligere kapital for at færdiggøre og videreudvikle hovedproduktet. I forbindelse med kapitaltilførslen vil Iværksætter Pedersen og de to medarbejder gerne sælge aktier for at kunne frigøre likviditet til andre investeringer. Investor B's indtræden i ejerkredsen vil ske i to step, dels gennem en nytegning af aktier i Driftsselskabet A/S step 3.1 og dels gennem et aktiekøb fra de nuværende kapitalejere step 3.2. Fordelingen efter nytegning og salg af aktier bliver som angivet nedenfor.

Kapitalejer	Ejerandel
Iværksætter Pedersen	7,00%
Medarbejder 1	2,00%
Medarbejder 2	0,50%
Investor A	10,00%
Investor B	80,50%
	100,00%

På baggrund af en værdi på 25.000.000 kr. for Driftsselskabet A/S er aftalt at selskabet udsteder nom. 1.000.000 aktier til kurs 2.500. Heraf tegner Investor B nom. 850.000, mens Investor A tegner de resterende nom. 150.000. Egenkapitalen påvirkes samlet med kr. 25.000.000, der fordeles med kr.1.000.000 på selskabskapitalen og kr. 24.000.000 på de frie reserver.

I step 3.2 sælger Iværksætter Pedersen samt Medarbejder 1 og 2 hvad der svarer til 80 % af deres aktier til Investor B. Da Investor B's indtræden i ejerkredsen sker i to step, er det nødvendigt at betragte de skattemæssige konsekvenser for de enkelte kapitalejere efter step 3.1 og igen efter step 3.2.

Nedenstående tabel viser de nominelle beholdninger for de enkelte kapitalejer før og efter nytegningen.

Kapitalejer	Nom. Før nytegning	Nye nom.		Ejerandel
		aktier	Nom. Efter nytegning	
Iværksætter Pedersen	700.000	0	700.000	35,00%
Medarbejder 2	200.000	0	200.000	10,00%
Medarbejder 1	50.000	0	50.000	2,50%
Investor A	50.000	150.000	200.000	10,00%
Investor B	0	850.000	850.000	42,50%
	1.000.000	1.000.000	2.000.000	100%

Nedenstående tabel viser de nominelle beholdninger og ejerandelene før og efter nytegning, samt hvilken aktietype den enkelte kapitalejere besidder før og efter nytegningen.

Kapitalejer	Før nytegning				Efter nytegning		
	Nom. Beholdning	Ejerandel	Datterselskabsaktier		Nom. Beholdning	Ejerandel	Datterselskabsaktier
Iværksætter Pedersen	700.000	70,00%	✓		700.000	35,00%	✓
Medarbejder 2	200.000	20,00%	✓		200.000	10,00%	✓
Medarbejder 1	50.000	5,00%	✗		50.000	2,50%	✗
Investor A	50.000	5,00%	✗		200.000	10,00%	✓
Investor B	0	0,00%	✗		850.000	42,50%	✓

Figur 13.1

Iværksætter Pedersen og Medarbejder 2's nominelle beholdning er uændret i forbindelse med nyttegningen. Ejerandelen falder fra 70 % til 35 % for Iværksætter Pedersen, Medarbejder 2 andel falder fra 20 % til 10%. Aktierne forbliver datterselskabsaktier og begge kapitalejere kan forsat modtage skattefrie udbytter. Ved et salg vil en gevinst være skattefri mens et tab ikke kan fradrages. Anskaffelsessummerne forbliver uændret i forbindelse med nyttegningen. Medarbejder 1 beholder sin nom. 50.000 aktier. Ejerandelen falder fra 5% til 2,5 %. Aktierne forbliver datterselskabsaktier grundet medarbejdernes fælles mellemholdingselskab, og dermed kan medarbejder 1 forsat modtage skattefrie udbytter og sælge skattefrit. Anskaffelsessummen forbliver uændret.

13.1. Statusskifte for Investor A

Investor A tegner nom. 150.000 nye aktier, hvilket giver en samlet beholdning på nom. 200.000. Ejerandelen stiger fra 5 % til 10 %. Denne stigning medfører skifte fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier. Der sker et statusskifte. Dette statusskifte betyder at Investor A går fra skattepligtig til skattefrihed. Overgangen til skattefrihed, betyder at der skal foretages en avanceopgørelse for de aktier Investor A erhvervet inden han indtrådte i skattefriheden, idet aktierne i skattemæssig forstand betragtes som afstået ved et statusskifte. I dette tilfælde er det nom. 50.000 som Investor A erhvervet ved indtræden i ejerkredsen. Investor A indtræder i skattefriheden med en ny anskaffelsessum, idet den samlet nom. Beholdning anses erhvervet til samme kurs som den aktie der giver en ejerandel på 10 %. Forskellen mellem den oprindelige og nye anskaffelsessum, for de aktier der er erhvervet som porteføljeaktier, kommer til beskatning i forbindelse med et statusskifte fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier.

13.1.1. Lovgivning om statusskifte

Ved indførelsen af Aktieavancebeskatningsloven opstod begrebet statusskifte jf. § 33a i ABL. Der opstår statusskifte når et selskabs aktiebesiddelser skifter status mellem de tre inddelinger i portefølje-, datterselskabs- og koncernaktier. Ved statusskifte mellem datterselskabsaktier og koncernaktier eller omvendt, sker der ikke nogen beskatning, fordi skabets ejerandel er over 10%. Til gengæld vil der kunne opstå sambeskatning mellem ejerselskabet og datterselskabet hvis aktierne går fra status som datterselskabsaktier til koncernaktier. I det modsatte tilfælde

hvor statusen ændres fra koncernaktier til datterselskabsaktier, vil der evt. ske ophør at sambeskatningen. Derimod vil det betragtes som afståelse og have skattemæssige konsekvenser hvis statusskiftet sker fra koncernaktier eller datterselskabsaktier til porteføljeaktier eller omvendt. Der kan ske statusskifte ved køb eller salg, men også ved f.eks. kapitalforhøjelse eller andre omstruktureringer hvor ejerandelene ændres.

13.1.2. Skifte fra datterselskabs- eller koncernaktier til porteføljeaktier

I tilfældet hvor der skrifies fra datterselskabs- eller koncernaktier til porteføljeaktier vil der ske det at aktierne anses for afstået til handelsværdien. Altså salgssummen hvis der er tale om et salg af aktier, eller den kurs som kapitalforhøjelsen eller omstruktureringen er gennemført til. Eftersom aktierne tidligere har været datterselskabsaktier eller koncernaktier og ejerandel har været over 10%, sker der ikke beskatning af gevinster eller tab. Derimod vil anskaffelsessummen på den resterende aktiebesiddelse, jf. ABL § 33a, skulle opgøres til handelsværdien på tidspunktet for statusskiftet. Herefter vil avancer på de pågældende aktier være skattepligtige. Hvis der er tale om et salg vil anskaffelsessummen på de resterende aktier skulle opgøres ud fra den samme salgskurs, som aktierne lige er blevet handlet til. Hvis der tale om en kapitalforhøjelse hvor der sker statusskifte, fordi en ejer bliver udvandet i forbindelse med kapitalforhøjelsen og kommer under 10% ejerskab, vil der ske det samme som ved salg. Anskaffelseskursen vil blive den samme, som den kurs kapitalforhøjelsen er gennemført til. Jf. ABL § 33a gælder reglerne om statusskifte også for fusion, spaltningen, tilførsel af aktiver og aktieombytning. Ved omstruktureringer vil den nye anskaffelsessum skulle opgøres ud fra de handelsværdier, der er anvendt i forbindelse med omstruktureringen. Hvis den nye anskaffelsessum er lavere end den oprindelige anskaffelsessum, vil det betyde at der kan opstå skattepligtige avancer selvom selskabet i realiteten ikke har haft nogen avance, når der tages udgangspunkt i hvad aktierne oprindeligt er anskaffet til. Hvis den nye anskaffelsessum derimod er højere end den oprindelige anskaffelsessum, vil der derimod kunne opstå en skattefri avance, nemlig forskellen mellem den oprindelige anskaffelsessum og den nye anskaffelsessum.

Eksempel 1: Regnskabsmæssig positiv avance, men ingen skattemæssig avance.

	Køb og salgsværdi	Skattemæssig-anskaffelsessum	Skattemæssig-avance	Regnskabsmæssig-avance
Køb 10% af A A/S	100.000	100.000	0	0
Salg 1% af A A/S	20.000	180.000	0	10.000
Salg 9% af A A/S	180.000	0	0	90.000
Total			0	100.000

Det ses i eksempel 1 at reglerne omkring statusskifte medføre at en realiseret regnskabsmæssig avance på 100.000 kr. bliver skattefri. Dette skyldes at der er solgt 1% aktier som er skattefrie, fordi selskabet har 10% ejerskab inden frasalget. Efterfølgende avancer vil blive skattepligtige hvis de oversiger den nye anskaffelsessum, der er opgjort ud fra handelsværdien på salgstidspunktet. I dette tilfælde bliver anskaffelsessummen på de resterende aktier opgjort til 180.000 kr. svarende til 9x20.000 som er den pris som de 1 % af aktierne bliver solgt til.

Eksempel 2: Ingen regnskabsmæssig avance, men skattemæssig positiv avance.

	Køb og salgsværdi	Skattemæssig-anskaffelsessum	Skattemæssig-avance	Regnskabsmæssig-avance
Køb 10% af A A/S	100.000	100.000	0	0
Salg 1% af A A/S	5.000	45.000	0	-5.000
Salg 9% af A A/S	95.000	0	50.000	5.000
Total			50.000	0

Eksempel 2 viser den modsatte situation hvor værdien af aktierne på salgstidspunktet er faldet til 5.000 kr. altså et fald på 50% i forhold til den oprindelige anskaffelsessum på 10.000 for 1%. Salget medfører at anskaffelsessummen på de resterende aktier bliver 45.000 kr. svarende til 9x5.000. Fremtidige avancer over 45.000 kr. vil skulle beskattes, i dette tilfælde stiger aktierne fra 45.000 til 95.000 hvilket medføre en skattepligtig avance på 50.000 selvom den faktiske avance på aktierne over hele perioden er 0 kr.

13.1.3. Skifte fra porteføljeaktier til datterselskabs- eller koncernaktier

I situationen hvor aktierne går fra at være skattepligtige til at være skattefrie, vil der skulle laves en avanceopgørelse på de aktier selskabet ejede inden ejerskabet oversteg 10%. Afståelseskursen vil være den samme kurs, som selskabet har erhvervet de nye aktier til. Ved et køb vil det således være købskursen som anvendes som afstålesseskurs, ved en kapitalforhøjelse vil det være den kurs som kapitalforhøjelsen gennemføres til som anvendes som afståelseskurs osv. Avancen vil blive beskattet, selvom at der ikke er sket noget salg og aktieavancen ikke er realiseret. Efterfølgende vil eventuelle aktieavancer være skattefrie. Reglerne betyder, hvis et selskab anskaffer aktier med en ejerandel på under 10% til en lav kurs, og efterfølgende opkøber flere aktier til en højere kurs, hvorefter ejerandelen overstiger 10%, resulterer det i beskatning af avancen mellem første anskaffelsessum og den nye anskaffelsessum. Aktierne er herefter skattefrie, hvis aktierne efterfølgende sælges til en lavere kurs f.eks. samme kurs, som de første aktier blev købt til, vil dette tab ikke kunne fradrages i den skattepligtige indkomst. Således vil der kunne ske beskatning af avancer som der aldrig bliver realiseret. Omvendt vil der ikke ske beskatning af en efterfølgende avance hvis aktierne stiger i stedet for at falde.

Eksempel 3: Ingen regnskabsmæssig avance, men positiv skattemæssig avance.

	Køb og salgsværdi	Skattemæssig-anskaffelsessum	Skattemæssig-avance	Regnskabsmæssig-avance
Køb 9% af A A/S	90.000	90.000	0	0
Køb 1% af A A/S	20.000	200.000	90.000	0
Salg 10% af A A/S	100.000	0	0	0
Total			90.000	0

I eksempel 3 bliver en regnskabsmæssig avance på kr. 0 således til en skattepligtig avance på 90.000 pga. reglerne om statusskifte hvor skattepligtige porteføljeaktier bliver til skattefrie datterselskabsaktier.

Eksempel 4: Ingen regnskabsmæssig avance men negativ skattemæssig avance.

	Køb og salgsværdi	Skattemæssig-anskaffelsessum	Skattemæssig-avance	Regnskabsmæssig-avance
Køb 9% af A A/S	90.000	90.000	0	0
Køb 1% af A A/S	5.000	50.000	-45.000	0
Salg 10% af A A/S	95.000	0	0	0
Total			-45.000	0

Eksempel 4 viser den modsatte situation i forhold til eksempel 3 hvor et fald i aktieværdien og efterfølgende stigning medføre en negativ skattepligtig avance på 45.000 kr. som kan modregnes i den skattepligtige indkomst. Efterfølgende stiger aktien igen og regnskabsmæssigt realiseres en avance total ses på kr. 0, men selskabet har ved statusskiftet opnået et skattemæssigt fradrag på 45.000 kr.

Reglerne om statusskifte betyder, at selskaberne skal gøre sig klart hvilke konsekvenser f.eks. en kapitalforhøjelse vil have, hvis f.eks. aktierne efterfølgende falder eller stiger i værdi.

13.1.4. Optimeret selskabsstrukturen i forbindelse med statusskifte

For at undgå eventuelle u hensigtsmæssige skattepligtige avancer, som illustreret i eksempel 1 til 4, kan selskaberne med fordel anvende reglerne omkring mellemholdingselskaber. Som tidligere beskrevet vil alle mellemholdingselskabets aktier i datterselskabet være skattefrie, hvis mere end 50% af aktionærerne i mellemholdingselskabet kan modtage skattefrit udbytte. Hvis det er muligt bør selskaber, med ejerskab lige under og lige over 10%, hvor der er risiko for statusskifte i fremtiden, pulje deres aktier i et mellemholdingselskab, der giver skattefrie aktieavancer. Hvis mere end 50% af aktionærerne kan modtage skattefrit udbytte fra datterselskabet, vil de små aktionærer undgå beskatning i tilfælde hvor der sker statusskifte. Statusskifte kan f.eks. ske i forbindelse med en kapitalforhøjelse eller øvrige omstruktureringer i datterselskabet, som gør at småaktionærernes aktier skifter status. I mange tilfælde har disse småaktionærer ikke indvirkning på omstruktureringer, så som fusioner og spaltninger, der påvirker deres ejerskab. En kapitalforhøjelse kan ligeledes udvande disse aktionærer så de går fra over 10% ejerskab til under 10% ejerskab. Dette kan skyldes, at

aktionæren ikke har økonomisk mulighed for at gå med i kapitalforhøjelsen, der ellers ville medføre at aktionæren kunne bibeholde sit ejerskab på over 10%. Strukturen med et mellemholdingselskab, som giver skattefrie aktieavancer, sikre også mod eventuelle delfrasalg som medfører statusskifte. I situationer ses det at en iværksætter kan føle sig tiltrukket af at frasælge dele af sine aktier for at realisere værdierne, og kun beholde en lille andel af selskabet f.eks. under 10%, for stadig at have et tilhørsforhold til selskabet. I en anden situation kan det være at en investor påkræver at iværksætteren bibeholder en del af ejerskabet, for at iværksætteren fortsætter i selskabet og opretholder motivationen til at videreudvikle selskabet. En tredje situation kan være, at en investor, f.eks. en såkaldt businessangel, i første omgang kun vil investere i en lille andel af selskabet f.eks. under 10% og efterfølgende foretage yderligere opkøb hvis selskabet fortsætter den forventede udvikling. Som det tidligere er nævnt, kan der være mange forhindringer til at oprette et mellemholdingselskab. Dermed er det ikke i alle situationer muligt at opnå den struktur, der er skattemæssigt mest hensigtsmæssige for småaktionærerne.

Ved kapitalforhøjelsen i Driftsselskabet A/S bliver Investor As selskab skattepligtigt af en avance på kr. 1.150.000.

Afståelsessummen (Nom. 50.000 til kurs 2.500)	1.250.000
Anskaffelsessum (Nom. 50.000 til kurs 200)	-100.000
Avance	1.150.000

Eftersom Investor A's aktier har været unoterede porteføljeaktier, kan beskatningen, alt efter hvilket indregningsprincip Investor A har anvendt i sit selskab, være sket løbende af de oprindeligt erhvervet aktier nom. 50.000.

Den nye anskaffelsessum for de skattefrie aktier for Investor A nom.200.000 til kurs 2.500 samlet kr. 5.000.000.

Ovennævnte er et eksempel på et statusskifte fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier der resulterer i en skattepligtig gevinst. Dette giver anledning til overvejelse hos investorer der ønsker at gå fra skattepligt til skattefrihed. Det styrende i denne sammenhæng er

handelsværdien på den aktie der udløser statusskiftet. Desto lavere den er i forhold til de tidligere erhvervet aktier, desto lavere bliver den skattepligtige avance. En investor kan erhverve aktier op til 9,99% af given selskab, til en relativ høj kurs. Herefter kan samme investor, hvis det er muligt, købe mindst 0,01 % til en lavere kurs, da denne kurs danner grundlag for afståelsessummen ved avanceberegning, hvis handlen vel og mærke er sket på markedsvilkår vil det medføre et skattemæssigt fradrag. Hvis det er åbenlyst at aktien er handlet under markedsværdien vil SKAT kunne henholde sig til realitetsgrundsætningen⁸² og omstøde handelsværdien, hvis det er åbenlyst at den er for lav. I dette tilfælde vil handelsværdien for statusskiftet skulle opgøres til markedsværdi. Hvad der er markedsværdien på en unoteret aktie må afgøres ud fra de skattemæssige værdiansættelsesprincipper.

Hvis der tages udgangspunkt i Investor A, der har erhvervet sine oprindelige 5% til kurs 200. Ved nytegning kan Investor A vælge at tegne nom. 149.000 til kurs 2.500 i stedet for nom.150.000. Det giver en ejerandel på 9,95 %, dermed er aktierne stadig porteføljeaktier. Hvis Medarbejder1 på et senere tidspunkt vælger at sælge sine aktier til Investor A til kurs 200, der er samme kurs som Medarbejder1 har erhvervet sine aktier til vil det medføre følgende fradrag for Investor A.

Afståelsessummen (Nom. 199.000 til kurs 200)	398.000
Anskaffelsessum (Nom. 50.000 til kurs 200)	-100.000
Anskaffelsessum (Nom. 149.000 til kurs 2.500)	-3.725.000
Fradragsberettiget tab	-3.427.000

Avanceberegningen viser at Investor A i dette eksempel går i skattefrihed med et fradragsberettiget tab.

⁸² SKM2010.787.LSR i denne afgørelse anvendes realitetsgrundsætningen for at opgøre et tab på salg af aktier.

13.2. Step 3.2 aktiesalg

Den nye kapitalejer, Investor B, er indtrådt i ejerkredsen ved at tegne nom. 850.000 hvilket svarer til en ejerandel på 42,5 %. Aktierne er datterselskabsaktier, uanset om Investor B vælger at pulje sig med andre kapitalejere i et mellemholdingsselskab eller direkte gennem et 100 % holdning selskab.

Første del af Investor B indtræden har alene betydning på Investor A, hvis aktier får et statusskifte fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier. Statusskiftet medfører en skattepligtig avance på kr. 1.150.000 samt ny skattefri anskaffelsessum på Investor A aktier.

Anden del af Investor B indtræden sker gennem et aktiesalg. Medarbejder 1 og 2 samt Iværksætter Pedersen sælger, hvad der svarer til 80 % af aktier, til Investor B.

Aktiernes sælges til kurs 2.500 pr. Nom. aktie hvilket er lig tegningskursen på den netop overstået kapitalforhøjelse. Salget af aktierne påvirker ejerandelene som de enkelte kapitalejer. Udover de avancemæssige konsekvenser ved salget, vil forskydningerne i ejerandelene have påvirkninger for de enkelte kapitalejere. Nedenstående figur 13.2.1. viser de nye de nom. Aktiebeholdningerne før og efter salget samt de nye ejerandele.

Kapitalejer	Nom. Før salg	Salg / Køb	Nom. efter salg	Ejerandel
Iværksætter Pedersen	700.000	-560.000	140.000	7,00%
Medarbejder 2	200.000	-160.000	40.000	2,00%
Medarbejder 1	50.000	-40.000	10.000	0,50%
Investor A	200.000	0	200.000	10,00%
Investor B	850.000	760.000	1.610.000	80,50%
	<u>2.000.000</u>	<u>0</u>	<u>2.000.000</u>	<u>100%</u>

Figur 13.2.1

Ved nytægningen er det InvestorAs aktier der ændre status fra fra porteføljeaktier til datterselskabsaktier. Ingen af de sælgende kapitalejers aktier ændrede status i forbindelse med nytægningen. Alle aktier der sælges, havde inden salget status som datterselskabsaktier og derved er avancerne skattefrie.

Avancerne er vist i nedenstående figur 13.2.2.

DS Holding ApS	
Afståelsessummen (Nom. 560.000 til kurs 2.500)	14.000.000
Anskaffelsessum (Nom. 560.000 til kurs 100)	<u>-560.000</u>
Avance	<u><u>13.440.000</u></u>
Andel for Medarbejder2	
Afståelsessummen (Nom. 160.000 til kurs 2.500)	4.000.000
Anskaffelsessum (Nom. 160.000 til kurs 200)	<u>-320.000</u>
Avance	<u><u>3.680.000</u></u>
Andel for Medarbejder1	
Afståelsessummen (Nom.40.000 til kurs 2.500)	1.000.000
Anskaffelsessum (Nom. 40.000 til kurs 200)	<u>-80.000</u>
Avance	<u><u>920.000</u></u>

Figur 13.2.2

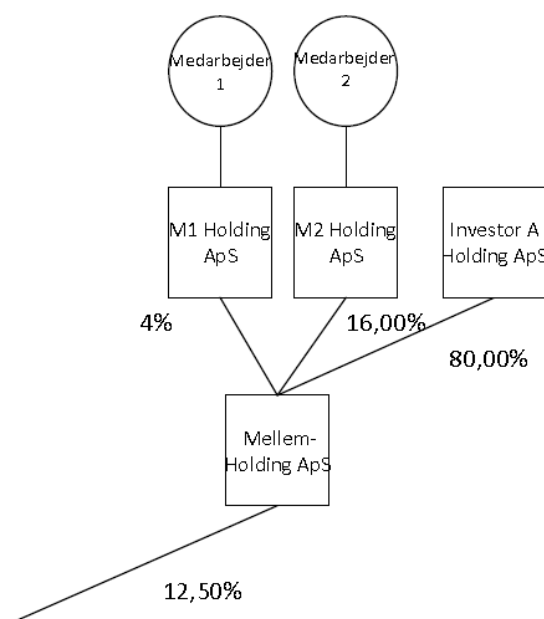
Salget af aktierne i Driftsselskabet A/S til Investor B giver nye ejerandele hos tre af kapitalejerne. Da alle salg var skattefrie, giver det anledning til at kigge på strukturen og aktiestatusen for de enkelte kapitalejere.

Af figur 13.2.3 fremgår strukturen for de nye ejerandele for alle kapitalejere. Iværksætter Pedersen har reduceret sin beholdning til 7 % hvilket vil betyde et statusskifte fra datterselskabsaktier til porteføljeaktier. Statusskiftet medfører at DS Holding ApS går fra skattefrihed til skattepligt for både udbytter og salg. Iværksætter Pedersen mister derved muligheden for at modtage skattefrie udbytter, hvilket tidligere har været muligt. Statusskiftet har som tidligere nævnt i opgaven ingen påvirkning for anskaffelsessummen når der skiftes fra datterselskabsaktier til porteføljeaktier.

Medarbejder 1 og 2 sælger i lighed med Iværksætter Pedersen 80% af deres aktierne i Driftsselskabet A/S. Salget bevirker at deres respektive ejerandele reduceres til henholdsvis 2% & 0,5 %, og derved har medarbejders mellemholdningselskab en ejerandel på 2,5 % mod en 25 % før Investor B's indtræden. Salget udøser således også et statusskifte for

ikke kunne opnå status som datterselskabsaktier. Situationen for medarbejderne er kompleks, idet de deres fælles mellemholdningselskab skal pulje med en kapitalejer hvis ejerandel sikre adgang til skattefrihed. Endvidere skal medarbejdernes mellemholdningselskab eje mindst 10% af det nye mellemholdningselskab således at skattefrie udbytter skal føres videre op til medarbejderne. Grundet de beskedne ejerandele hos medarbejderne, bør medarbejderne pulje sig med Investor A, hvis kapitalandele udgøre 10%. Set fra medarbejderne bør Medarbejder Holding ApS og Investor A's mellemholdningselskab fusioneres således at det forsættende selskab samlet ejer 12,5 % i Driftsselskabet A/S. Der er en forudsætning at fusionen mellem medarbejdernes mellemholdningselskab og Investor A's mellemholdningselskab sker inden medarbejder sælges andele på 80 % til Investor B. Sker dette ikke, vil medarbejderne opleve et statusskifte i det øjeblik aktierne sælges og fusionen ikke er foretaget.

Figur 13.2.4 viser selskabsstrukturen ved en fusion mellem Medarbejder Holdning og Investor A mellemholdning. Fusion betyder at Investor A og Medarbejder2 med ejerandele på henholdsvis 80 % & 16 %, forsat har status som datterselskabsaktier, hvorimod Medarbejder1 med 4 % mister status som datterselskabsaktier. Medarbejder 1 vil forsat opleve et statusskifte med en fusion mellem Medarbejder Holdning og Investor A's mellemholdning. Medarbejder1 vil tilmed oplevere at skulle kompensere Medarbejder2 og Investor A som følgende af indeholdelse af udbytteskat ved udlodning i Driftsselskabet A/S.



Figur 13.2.4

I den ovennævnte situation ville et udbytte på kr.10.000.000 fra Driftsselskabet A/S fordeles således.

Kapitalejer	Udbytte
Investor A, 10%	1.000.000
Medarbejder2, 2%	200.000
Medarbejder1, 0,5%	50.000
Udbytteskat vedr. Medarbejder 1	<u>-13.500</u>
	<u>1.236.500</u>

Det nye mellemholdningsselskab har en samlet andel på 12,5 % svarende til kr. 1.250.000 idet selskabet simpeltem ejer over 10 %. Driftsselskabet A/S er imidlertid forpligtet til at tilbageholde udbytteskatten for Medarbejder1, idet dennes aktier er porteføljeakter. Dette reducer udbyttet til mellemholdningsselskabet med kr. 13.500 (27 % af 50.000) til kr. 1.236.500. I mellemholdningsselskabet er Investor B og Medarbejder2 dog stadig berettiget til at modtage udbytte svarende til deres direkte ejerandel. Medarbejder1 må derfor kompensere Investor A og Medarbejder2⁸³ for deres tabte andel af udbyttet som følge af indeholdelsen af udbytteskatten, således at de kan modtages deres andel. Dette er også gældende, såfremt det besluttet at der ikke skal udloddes fra det nye mellemholdningsselskab. Dette kan medfører at Medarbejder1 skal kompensere de øvrige kapitalejer, uden selv at have modtaget udbytte, da Medarbejder1 er uden indflydelse i det nye mellemholdningsselskab.

Fordeling i nyt mellemholdningsselskab			
Kapitalejer	Fordeling	Kompensation	Ny fordeling
Investor A, 80%	988.800	11.200	1.000.000
Medarbejder 2, 16%	197.760	2.240	200.000
Medarbejder 1, 4 %	49.440	-13.440	36.000

Dette kan skabe situationer hvor kapitalejere med bestemmelse indflydelse kan udvande små kapitalejere, der vil opleve et kapitalbehov for at kompensere udbytter de end ikke modtager. Tidligere tider beskyttelse af minoritetskapitalejer forsvinder i situationer som den netop beskrevet som følge af statusskiftet.

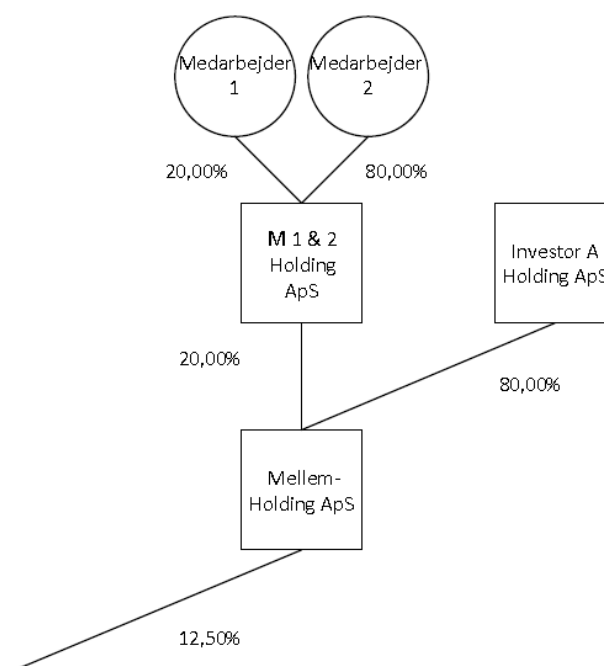
⁸³ ABL § 4A stk. 6

Set fra Medarbejder1's optik, er det muligt at bibeholde status som datterselskabsaktier. Det kræver at medarbejdernes respektive holdningsselskaber, M1 Holdning & M2 Holdning fusioneres samtidig med at fusionen mellem medarbejdernes mellemholdningsselskab og Investor B's mellemholdningsselskab gennemføres. Selskabstrukturen herefter er illustreret i figur 13.2.5 Fusionerne medfører at medarbejdernes aktier samles i en fælles holdningsselskab, hvor ejerskabet er direkte privat med en fordeling på 20% til Medarbejder1 og 80% til Medarbejder2. Det fælles medarbejderholdning opfylder nu betingelserne for datterselskabsaktier og kan derigennem modtage skattefrie udbytter. Fusionen betyder reelt at Medarbejder1 er sat uden for indflydelse, eftersom Medarbejder2 får den bestemmende indflydelse i det nye medarbejderholdning. Medarbejder2 styre derved alene udbyttestrømmen. Fusionen betyder ydermere at begge medarbejdere mister deres respektive holdningsselskaber og dermed mulighed for at foretage andre investeringer i et 100 % ejet holdningsselskab. Reelt kan Medarbejder2 foretage de disponeringer, han ønsker grundet det bestemmelse indflydelse.

Medarbejder1 ofrer muligheden for have et selvstændig holdningsselskab til fordel for mulighed at modtage skattefrie udbytter, helt op til den udlodning der kommer til personlig beskatning. Dog uden mulighed for selv at styre hvorvidt denne der skal udloddes til personlig beskatning.

Ved fusionen mister Medarbejder2 sit 100% ejet holdningsselskab. Skattefriheden var tilstede før fusionen, dermed at det udelukkende hensynet til Medarbejder 1, der skulle fordre Medarbejder 2 til at indgå i fusionen. Medarbejder 2 bliver ikke stillet bedre ved fusion. Det kan dog ikke udelukkes at Medarbejder1 er villig til lave en, for medarbejder 2, gunstig ejeraftale, som godtgørelse for ulejligheden.

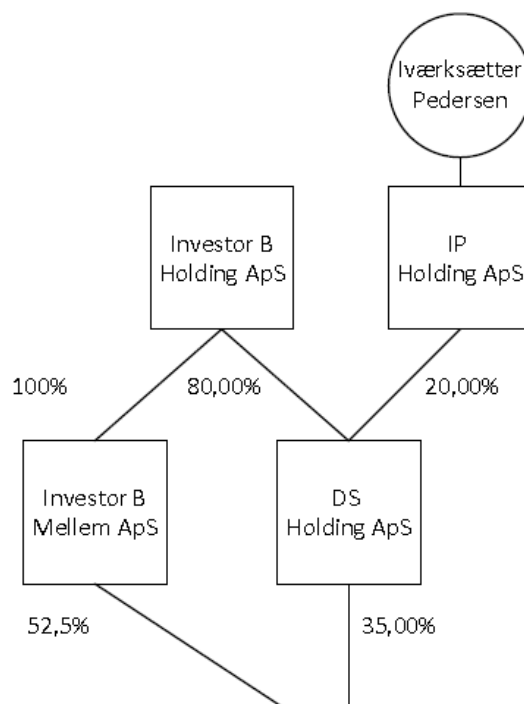
Figur 13.2.5



Havde medarbejderne forudset denne udvikling, ville et ekstra mellemholdningselskab ved stiftelsen, havde givet dem mulighed for at fortage fusionen og derigennem beholde skattefriheden og de respektive holdningsselskaber. Desto flere mellemholdningsselskaber, desto bedre værn har kapitalejerne mod statusskifte.

Ud fra en overordnet skatteoptimal betragtning ville fusionen mellem de to medarbejder holdningsselskaber være at foretrække, idet skattefriheden beholdes frem til privat udlodning. Medarbejder kan efter fusionen vælge at foretage skattefri aktieombytning af deres aktier i det nu fælles holdingselskab, og derigennem oprette nye holdingselskaber. En sådan skattefri aktieombytning foretages uden tilladelse for skattemyndighederne, vil medføre et 3 års holdingkrav til kapitalejerne⁸⁴. Det antages ikke at medarbejder kan ansøge om tilladelse til aktieombytning hos skattemyndigheden uden et holdingkrav, grundet det manglende forretningsmæssige aspekt.

I lighed med Medarbejderne, vil Iværksætter Pedersen opleve et statusskifte såfremt han ikke kan pulje sig med andre kapitalejere der besidder ejerandele på 10 % eller derover, da hans ejerandel ved salget reduceres til 7 %. Iværksætter Pedersen kan vælges at pulje sig med Investor B, men det er ikke nok blot at pulje sig med Investor B, i det tilfælde at Investor B vælger at holde alle sine aktier i et selskab. Det kræver dog at Investor B opdele sig aktierne i flere selskaber. Vælger Investor B at samle alle sine aktier i samme selskabet, vil Iværksætter Pedersen stadig oplevere et statusskifte på trods af de puljer sig i et mellemholdningsselskab. Iværksætter Pedersen ejerandel på 7 % vil kun udgøre knap 8,5 % i en pulje med Investor B's 80,5 %. Derved opnår Iværksætter Pedersen ikke skattefrihed.



Figur 13.2.6

Fra Iværksætter Pedersens optik bør Investor B's foretage nytegningen i et selskab mens aktiekøbet deles over 2 selskaber. Investor B indtræder således med en holdingselskab,

⁸⁴ ABL §36 stk. 6

Investor B Holding ApS samt et mellemholdningsselskab, Investor B Mellem ApS. Investor B tegninger de nom. 850.000 nye aktier i Investor B Mellem ApS og erhverve derved 42,5% af Driftsselskabet A/S. Aktiekøbet hos henholdsvis medarbejder og Iværksætter Pedersen, kan ske på følgende måde. Investor B Holding ApS køber nom. 560.000 aktier, svarende til 80% af DS Holding af IP Holding ApS, hvilket svarer til 28% af Driftsselskabet A/S. Endvidere køber Investor B Mellem ApS nom. 160.000 og nom. 40.000 svarende til henholdsvis 8% og 2% af Driftsselskabet A/S hos Medarbejder 1 og 2. Investor B køber samlet 38% af aktierne i Driftsselskabet A/S fordelt med 10 % til Investor B Mellem ApS og 28 % til DS Holding ApS, som Investor B besidder 80% af. Efter nytegningen af aktier og aktieopkøbet besidder Investor B således 80,5% af Driftsselskabet A/S.

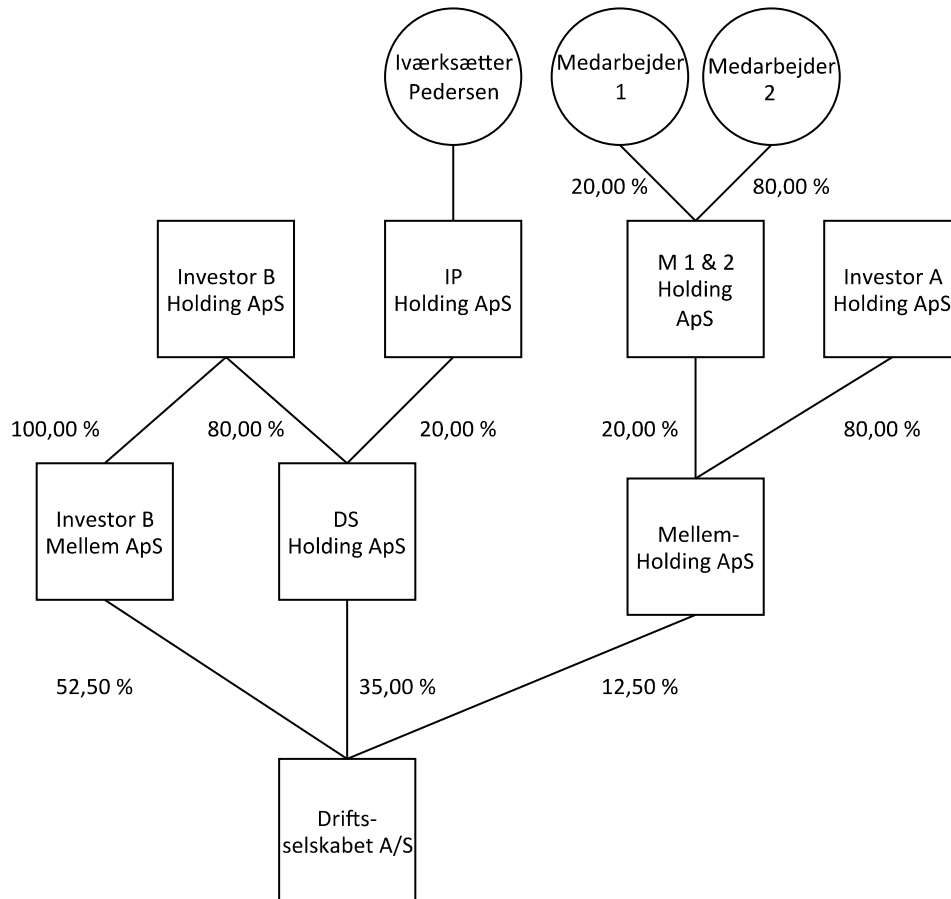
Nytegningen og aktieerhvervelserne giver en struktur der er angivet i figur 13.2.7. Strukturen viser at Iværksætter Pedersen har puljet sig med Investor B i DS Holding ApS og derved opretholder Iværksætter Pedersen sin skattefrihed. Havde Investor B valgt at erhverve aktierne hos medarbejder via DS Holding ApS ville Iværksætter Pedersen forsat have bibeholdt sin skattefrihed, dog med en mindre ejerandel i DS Holding ApS.

Iværksætter Pedersen sikres sig bedst med at have en så høj ejerandel i DS Holding ApS som muligt, dog betinget af at Investor B forsat har bestemmende indflydelse og opfylder betingelserne for datterselskabsaktier/koncernaktier⁸⁵.

Investor B har med sine 80,5 % af aktierne flere muligheder i forhold til at strukturere sig. Investor B kan vælge at holde alle aktierne i et selskab, hvilket vil medføre skattepligt for en række af de øvrige kapitalejere. En anden mulighed, som også er nævnt ovenfor, er at placere et eller flere mellemholdningsselskaber hvor andre kapitalejer kan puljes i. Som udgangspunkt bør Investor B være indifferent i forhold at skulle pulje sig med andre kapitalejere. Omvendt må det formodes at Investor B ønsker at have en fornuftig forhold til de øvrige kapitalejer og herved bistå dem med at opnå skattefrihed. I dette tilfælde hvor IP Holding ApS har behov for at pulje sig med Investor B Holding ApS i DS Holding, for at opretholde sig skattefrihed, kan det være i Investor B's interesse at IP Holding ApS bibeholder sin skattefrihed, idet Iværksætter Pedersen tilknyttet til Driftsselskabet er essentielt for det videre forløb.

⁸⁵ ABL § 4A og 4B

Nedenstående figur 13.1.7 viser hvordan kapitalejere kan positionere sig optimalt i forhold til skattefriheden omkring udbytter. Kapitalejere kan vælge at strukturere sig anderledes og opnå samme skattefrihed. Det vurderes at den angivne struktur giver størst mulig fleksibilitet, både i forhold til den eksisterende struktur og fremtidige muligheder.



Figur 13.1.7

14. Step 4

Efter kapitaltilførselen i forbindelse med Investor B indtræden i ejerkredsen, har Driftsselskabet A/S udviklet sig som forventet og har igangsat produktionen af selskabets hovedprodukt. Driftsselskabet A/S udvikling er ikke gået ubemærket hen, og flere gange har forskellige centrale markedsaktører vist interesse for Driftsselskabet A/S. En enkelt aktør har vist sig mere vedholden end de øvrige og har på baggrund af Driftsselskabet A/S seneste udvikling, henvendt sig til det samlet kapitalejerkreds, med en tilbud om overtagelse af alle aktier i Driftsselskabet A/S. Hele ejerkredsen beslutter at takke ja til tilbuddet og dermed sælge samtlige aktierne. Aftalen betyder at aktierne afstås til kurs 3.000.

Afståelsen af samtlige aktier medfører avanceopgørelse hos alle kapitalejere. Med udgangspunkt i ovenstående figur 13.2.7 opgørelse avancerne. Der vil være fokus på Iværksætter Pedersens og medarbejdernes selskaber, idet Investor A og B begge har datterselskabsaktier/koncern uanset hvordan de valgte strukturer sig og dermed har opnået skattefrihed.

For Iværksætter Pedersen og medarbejderne var det nødvendigt at pulje sig med andre kapitalejere, for at opnå status om datterselskabsaktier. Iværksætter Pedersen har vagt at pulje sig med Investor B i DS Holding ApS, hvor Iværksætter Pedersens holdingselskab IP Holding ApS ejer 20% af DS Holding ApS. Det forudsættes aktierne i Driftsselskabet A/S købes direkte og at mellemholdingselskaberne ikke sælges.

DS Holding ejer nom. 700.000 aktier i Driftsselskabet A/S, som sælges til kurs 3.000. Avancen som er opgjort i figur 14.1, udgør 20.300.000. Det formodes at avancen udloddes til henholdsvis IP Holding ApS og Investor B Holding ApS med de respektive ejerandele. IP Holding ApS kan således modtage skattefrit udbytte på minimum kr. 4.060.000 under forudsætning af der ikke ligger andre væsentlig aktivitet i DS Holding ApS. Iværksætter Pedersen kan skattefrit føre avancen ved salget af sine aktierne i Driftsselskabet A/S skattefrit op i sit holdingselskab IP Holding ApS.

DS Holding ApS

Salgspris 700.000 nom á kurs 3.000	21.000.000
Anskaffelsessum 700.000 nom á kurs 100	<u>-700.000</u>

Avance	<u><u>20.300.000</u></u>
--------	--------------------------

Der fordeles således

IP Holding ApS	4.060.000
Investor B Holding ApS	16.240.000

Figur 14.1

Vælger IP Holding ApS at udlodde videre til Iværksætter Pedersen privat, vil udbyttet komme til personlig beskatning som aktieindkomst hos Iværksætter Pedersen. I figur 14.2 er udbyttet efter personlig udbyttebeskatning opgjort til kr.2.369.290. IP Holding ApS kan naturligvis også vælge at lade udbyttet blive i selskabet og foretage andre investeringer.

27 % af 96.600 ⁸⁶	-26.082
42 % af 3.963.400	<u>-1.664.628</u>

Avance efter skat	<u><u>2.369.290</u></u>
-------------------	-------------------------

Figur 14.2

Havde DS Holding ApS ikke haft mulighed for at pulje sig med Investor B, havde aktierne i Driftsselskabet A/S være porteføljeaktier og dermed ville salget være skattepligtigt for DS Holding ApS. Avancen efter skat på kr. 3.045.000, som er opgjort i figur 14.3, er således 490.000 lavere end ved det skattefrie slag, hvilket svare til skatteværdi af selskabsskatten på den rene avance.

IP Holding ApS

Salgspris 140.000 nom á kurs 3.000	4.200.000
Anskaffelsessum 140.000 nom á kurs 100	-140.000

Avance før skat	<u>4.060.000</u>
-----------------	------------------

Selskabsskat 25%	-1.015.000
------------------	------------

Avance efter skat	<u><u>3.045.000</u></u>
-------------------	-------------------------

Figur 14.3

⁸⁶ Det forudsættes at Iværksætter Pedersen kan anvende sin ægtefælles aktieindkomstsfradrag.

Udlodning fra IP Holding ApS til Iværksætter Pedersen giver følgende avance. I denne situation sker der både beskatning i IP Holding ApS samt ved udlodning til Iværksætter Pedersen.

27 % af 96.600	-26.082
42 % af 2.948.400	<u>-1.238.328</u>
Avance efter personlig beskatning	<u><u>1.780.590</u></u>

Havde Iværksætter Pedersen i det tilfælde valgt at ejer aktierne i Driftsselskabet A/S privat ville avancen efter skat havde været kr. 2.369.290, når der ses bort fra eventuelle skattepligtige avance ved tidligere frasalg. Det forudsættes at Iværksætter Pedersen kan avende sin ægtefælles fradrag på kr.48.300.

Salgspris 140.000 nom á kurs 3.000	4.200.000
Anskaffelsessum 140.000 nom á kurs 100	-140.000
Avance før skat	<u>4.060.000</u>
27 % af 96.600	-26.082
42 % af 3.963.400	<u>-1.664.628</u>
Avance efter skat	<u><u>2.369.290</u></u>

De 3 ovenstående scenarioer viser, som også konkluderet tidligere i opgaven, at ejerandelene på under 10 % hvor det ikke er muligt at pulje sig til skattefrihed, med fordel kan ejes privat. I tilfældet hvor DS Holding ApS ikke kunne pulje sig, kommer avancen både til virksomhedsbeskatning og til personligbeskatning. Avance efter personligbeskatning ved datterselskabsaktier og privat ejt aktier er i dette tilfælde ens. Det er dog under den forudsætning at IP Holding ApS vælger at udlodde hele udbyttet fra DS Holding ApS. IP Holding ApS har en større fleksibilitet end et personligt ejerskab. I holdingselskabet kan Iværksætter Pedersen selv styre udbyttestrømmen og drypvis over en årrække udlodde avancen og dermed begrænse skatten til 27% på en stor del af avancen.

Til opgørelse af avancen for medarbejderne er det nødvendigt for sammenlignelighedens skyld, at aktierne i Mellem Holding ApS sælges, frem for at Mellem Holding ApS sælger sine aktier i Driftsselskabet A/S. Grunden hertil er, at anskaffelsessummer i Mellem Holding ApS

stammer fra de fusionerede selskaber, Investor B's anskaffelsessum påvirker avance for de øvrige kapitalejer, Medarbejder 2 og 1 (M1 & M2 Holding ApS) hvilket ikke er hensigtsmæssigt i forbindelse med sammenligningen. Avancen for afståelsen af aktierne i Mellem Holding ApS for medarbejdernes fælles holdingselskab er, i figur 14.4, opgjort til kr. 1.400.000, som udloddes videre med medarbejderne med henholdsvis kr. 280.000 og 1.120.000.

M1 og M2 Holding ApS's andel af Mellemholding ApS

Salgspris 50.000 nom á kurs 3.000	1.500.000
Anskaffelsessum 50.000 nom á kurs 200	<u>-100.000</u>
Avance	<u><u>1.400.000</u></u>

Der fordeles således

Medarbejder 1	280.000
Medarbejder 2	1.120.000

Figur 14.4

Udbyttet til medarbejderne efter beskatning af aktieindkomst er angivet i nedenstående figur 14.5 det skal bemærkes at Medarbejder1 er ugift mens Medarbejder2 er gift.

	Medarbejder 1	Medarbejder 2
Udbytte	280.000	1.120.000
27%	-13.041	-26.082
42%	<u>-97.314</u>	<u>-429.828</u>
Udbytte efter beskatning	<u><u>169.645</u></u>	<u><u>664.090</u></u>

Figur 14.5

I step 3 valgte medarbejderne at pulje sig og dermed fusionere deres respektive holdingselskaber. I det tilfælde af at medarbejder 2 ønsket at beholde sit holdingselskab, vil opgørelsen af avancen være som angivet i figur 14.6. Det vil medføre at M1 Holding ApS avance bliver skattepligtig som følge af en ejerandel på 4% , mens M2 Holding ApS avance forsat er skattefri pga. en ejerandel på 16%. Selskabsbeskatning hos M1 Holding Aps påvirker udbyttestørelsen, der kommer til beskatning som aktieindkomst hos Medarbejder1.

	M1 Holding ApS	M2 Holding ApS
Salgspris	300.000	1.200.000
Anskaffelsessum	<u>-20.000</u>	<u>-80.000</u>
Avance før skat	<u>280.000</u>	<u>1.120.000</u>
Selskabsskat 25%	-70.000	0
Avance efter skat	<u>210.000</u>	<u>1.120.000</u>
Personlig aktieindkomst 27%	-13.041	-26.082
Personlig aktieindkomst 42%	<u>-67.914</u>	<u>-429.828</u>
Udbytte efter beskatning	<u>129.045</u>	<u>664.090</u>

Figur 14.6

Havde medarbejderne fravalgt selskabsform og ejet aktierne privat, vil avancerne opgjort som angivet nedenfor. Avancerne ved privat ejet, er lig avancerne med et fælles medarbejder holdingselskab. Medarbejderne mister dog mulighed for at agere i et selvstændig holdingselskab, hvis de puljer sig. Medarbejder 2 har den bestemmende i Medarbejder Holding ApS og kan reelt foretage de disponering ham ønsker.

	Medarbejder 1	Medarbejder 2
Salgspris	300.000	1.200.000
Anskaffelsessum	<u>-20.000</u>	<u>-80.000</u>
Avance før skat	<u>280.000</u>	<u>1.120.000</u>
27 % af 96.600	-13.041	-26.082
42%	<u>-97.314</u>	<u>-429.828</u>
Avance efter skat	<u>169.645</u>	<u>664.090</u>

Avanceopgørelserne for de forskellige konstellationer og scenarioer, viser hvordan en velovervejede selskabsstruktur kan sikre skattefrihed for kapitalejere. Endvidere kan det ses, at jo mindre ejerandel en kapitalejer besidder, jo større er behovet for at sikre mulighed for at pulje sig i mellemholdingsselskaber. I dette tilfælde har Medarbejder1 og Ivæksætter Pedersen begge haft behov for hjælp af andre kapitalejer. Havde Medarbejder1 og Medarbejder2 begge haft et selskab yderligere mellem Medarbejder Holding ApS og M1 Holding ApS og M2 Holding ApS, vil dette kunne sikre, at begge medarbejder havde beholdt deres 100% ejede holdingselskaber og samtidige opnå skattefrihed. Opgørelserne viser også, hvis selskaberne løber tør for mellemholdningselskaber, og dermed indtræder i skattepligten,

så beskattes kapitalejerne både af selskabsskat og aktieindkomst, når der udloddes til den private kapitalejer.

Når en kapitalejer påtænker at indtræde i en ejerkreds, kan det ved indtrædelsen være afgørende, i hvor høj grad kapitalejeren har sikret sig, mod at blive udvandet og har mulighed for at pulje sig med andre kapitalejer. Jo flere mellemholdingselskaberne der er etableret i begyndelsen, jo bedre værn har kapitalejerne mod at indtræde i skattepligten, hvilket er tilfældet med Medarbejder1. En kapitalejer der forudser en udvanding eller behovet for at pulje sig, kan vælge at oprette en perlerække af selskaber. En kapitalejer, med en relativ beskedent ejerandel dog mindst 10%, der har 3-4 100% ejet mellemholdningselskaber, kan pulje sig over flere omgang. Dette kan ske uden at miste skattefriheden, dog vil den bestemmende indflydelse midstes i det mellemholdingselskab der ofres for at bevare skattefriheden. Derigennem sikres muligheden for at akkumulere værdier samt styre udbyttestrømmen der kommer til personlig beskatning hos kapitalejeren.

14.1. Delkonklusion - Selskabsstruktur

Folketingets ændring af aktieavancebeskatningsloven har fået konsekvenser, for den måde danske kapitalejere skal strukturere sig. Centralt i lovændringen er indførselen af sondringen mellem datterselskabsaktier/koncernaktier med ejerandel på 10% eller derover og porteføljeaktier med ejerandel under 10%.

Sondringen mellem datterselskabsaktier/koncernaktier og porteføljeaktier medfører endvidere forskellig beskatning af avancer og udbytter på aktier. Avance for udbytte for datterselskabsaktier og koncernaktier er skattefrie, mens der er skattepligt på avancer og udbytter fra porteføljeaktierne. Dette betyder at kapitalejerne skal søge efter at opnå en aktiebeholdning på mindst 10% og derved at opnå skattefriheden. Omvendt vil aktiebeholdninger under 10% blive lagerbeskattet.

Værnsreglerne mod mellemholdingselskaber kan undgås, hvis mellemholdingselskabet enten kan bevise, at dets primære funktion ikke er ejerskab af datter- og koncernselskabsaktier, eller hvis mellemholdingselskabet udøver reel økonomisk virksomhed vedrørende

aktiebesiddelsen. Derudover er det også muligt at opnå skattefrihed, hvis mere end 50% af aktiekapitalen i mellemholdingselskabet ejes af selskaber, der kan modtage skattefrie udbytter. Reglerne om primær funktion og reel økonomisk virksomhed er uklare i modsætning til 50% reglen. Det vil ofte være let at vurdere om eventuelle omstruktureringer vil medføre skattefrihed, hvorimod hvis et mellemholdingselskab påbegynder nye aktiviteter eller tiltag, som føre hen imod reel økonomisk virksomhed, kan det være svært at vurdere om det er nok til at undgå værnsreglen. Reglerne om mellemholdingselskaber betyder, at der ligesom ved de tidligere regler om omvendte juletræer stadig er mulighed for at udføre skattetænkning. Via et mellemholdingselskab kan selskaberne stadig konstruere sig ud af problemerne omkring beskatning af udbytter og aktieavancer.

Store selskabskapitalejerne med ejerandel over 10 % kan selvsagt allerede modtage skattefrie avancer og udbytter uden at skulle pulje sig i mellemholdingselskaberne.

For selskabskapitalejere med ejerandel under 10% kan det være en fordel at tegne iværksætteraktier, men regelsættet er relativt kompliceret og endnu ikke godkendt af EU. Små selskabskapitalejer bør derfor i stedet søge at pulje sig med større kapitalejere i mellemholdingselskaber og derigennem opnå skattefrihed.

Vores analyse har vist, at en investering på en million i porteføljeaktier, hvor det årlige afkastet er under 35% og det samtidig ikke er muligt at pulje sig i et mellemholdningselskab eller tegne iværksætteraktier, bør foretages i privat regi. Foretages investeringen i selskabsform, vil afkastet på porteføljeaktierne først komme til selskabsbeskatning og senere til personlig beskatning. Der sker således en dobbeltbeskatning på udbytter og avancer på porteføljeaktier. Såfremt investeringen er mindst 5 millioner og det årlige skattepligtige afkastet er på over 35% efter regulering for inflation bør investeringen dog foretages i et selskab.

Analysen af en formue i et selskab på 5 mio., som er investeret i porteføljeaktier over 10 år med et årligt afkast på mellem 0% og 28,5% viser at provenuet efter skat bliver størst hvis der årligt bliver udloddet privat udbytte op til grænsen på for den lave beskatning på 96.600 kr.

Store selskabskapitalejere med ejerandel over 10% og små selskabskapitalejere med ejerandel under 10% der er i skattefrihed via et mellemholdingselskab, bør som udgangspunkt strukturere deres selskabsstruktur med så mange mellemholdingselskaber som muligt. En perlerække af mellemholdingselskaber kan vise sig yderst nyttig, i tilfælde hvor aktiesalg eller udvandring som følge af kapitalforhøjelse og lignende, medfører at aktiebeholdning kommer under 10 %. Perlerækken af mellemholdingselskaberne kan sikre den foresatte skattefrihed gennem fusion, aktiesalg eller lignende.

Der kan dog være en lang række forhold der kan påvirke hvordan en kapitalejer ønsker at strukturere sig. I og med positive gevinster på datterselskabsaktier er skattefri, vil der ikke være fradrag for et tab. Hvis en kapitalejer med flere portefølje investeringerne, hvoraf flere er risikofyldte, kan det afhængig af kapitalejerens risikoprofil, være en fordel at holde investeringerne i selskabsform således at et tab som modregnes i andre indtægter. Dette kunne være aktuelt for Businessangels, der ofte har mange mindre investeringerne. En Business angels bør dog stadig, have en perlerække af mellemholdningselskaber så muligheden for at pulje sig er til stede, såfremt investeringen med tiden bliver lønsom.

15. Portefølje- og investeringsteori

Iværksætter Pedersen har efter salget af sine aktierne i Driftsselskabet A/S opbygget en formue i sit holdingselskab som skal investeres bedst muligt.

For at IP Holding ApS selskab kan optimere sin beskatning og likviditetsvirkningerne i forbindelse med beskatning af aktieavancer, er det nødvendigt at bruge nogen af de redskaber som der anvendes inden for portefølje- og investeringsteorien.

I store træk går porteføljeteorien ud på at investor, i dette tilfælde selskabets ledelse, investeringsafdeling og investeringsrådgivere, fastsætter en risikoprofil og et forventet afkast for den pågældende investering. Ud fra denne risiko profil udvælges nogen forskellige investeringer som samlet set skaber den ønskede risikoprofil og afkast. Der vil altid være usikkerheder forbundet med risikoprofilen og afkastet, men jf. porteføljeteorien mindskes usikkerhederne ved at sprede investeringerne ud på investeringer med forskellige profiler og konjunkturfølsomheder. Ved spredning af investeringer på aktier som tilhører forskellige brancher, er det muligt at mindske konjunkturfølsomheden eftersom aktiekurserne bliver påvirket forskelligt af markedsforholdene og verdensøkonomien. I en pågælden situation kan en aktie således blive påvirket positivt, mens en anden bliver påvirket negativt og dermed mindskes porteføljens variation. Det vil sige, med den rette portefølje begrænses udsvingene i investeringens afkast og investeringen får en mere linær afkastsudvikling⁸⁷.

Ved den tidligere beskatningsform af aktieavancer var skatten ikke en likviditetsfaktor for investeringen, fordi eventuel beskatning først blev aktuel når avancen var realiseret, og der var ikke nogen beskatning, hvis der var tale om langsigtede investeringer over 3 år. Med den nye beskatningsform er det vigtigt at selskaberne tager højde for skattens likviditetsvirkning på porteføljeaktier, da beskatningen opstår ved hvert indkomstår. Samtidig er der det tidsmæssige aspekt, at skatten først forfalder den 20. november i det efterfølgende år hvilket vil sige at hvis der er tale om et selskab med skatteåret afsluttende f.eks. 30/4 2011 eller 31/12 2011 skal skatten først betales den 20/11 2012. I mellemtiden fra opgørelsen af beskatningen til betalingen af skatten, vil værdien af den pågældende portefølje således enden være status quo, forøget eller formindsket. Skatten kan således medføre likviditetsmæssige problemer og

⁸⁷ Kapitel 3 i bogen "Aktie investering"

tvangs salg af portefølje aktierne på et u hensigtsmæssigt tidspunkt. Dette giver ledelsen, og de investeringsansvarlige nogle nye udfordringer i forhold til tidligere. Ledelsen skal jf. principperne om going concern⁸⁸ og insolvenslovgivningen⁸⁹ være sikker på, at selskabet kan betale sine skatter til tiden, ellers vil SKAT i værste fald kunne melde selskabet konkurs pga. manglende skattebetaling.

15.1. Valg af skatteår og betalingstidspunkt for selskabsskatten

Jf. SEL § 10 kan et skatteår tidligst begynde 2. april. Af praktiske årsager vil det dog betyde at et selskab tidligst vælger 1. maj som indkomstårets begyndelse. Selskaber som har et indkomstår det slutter den 30. april har således den længste kredit på selskabsskatten, fordi selskabsskatten først skal betales den 20. november året efter. Dette betyder også, at selskaber med aktier bør vælge et indkomstår som slutter før 20. november, altså senest 31. oktober, fordi selskabet dermed har mulighed for at forudse, om det vil være hensigtsmæssigt at indbetale en frivillig skat den 20. november i det pågældende indkomstår. For skatteåret 2011 var restskattetillæget på 4,8 %, og den negativ godtgørelse ved betaling 20. november på 0,3%, hvilke der ikke er fradrag for skattemæssigt. Dette svare til en skattepligtig rente på $(4,8+0,3)/(1-0,25) = 6,8\%$ ⁹⁰. Det vil altså sige at hvis investeringen i perioden 20. november 2011 til 20. november 2012 giver et årligt afkast på mindre end 6,8%, vil det være fordelagtigt at betale skatten den 20. november 2011, men hvis investeringen forventes at give et afkast på mere en 6,8%, vil det være en fordel at vente med at betale skatten til den forfalder den 20. november 2012. Yderligere vil det kunne være en fordel at optage lån til betalingen af selskabsskatten, hvis lånerenter i % er lavere end det forventede afkast på investeringen.

15.2. Likviditetsmodeller

Den konservative betragtning

Hvis selskabet med 100% sikkerhed ikke vil risikere, at skattebetalingen kan medføre likviditetsmæssige problemer når skatten forfalder, vil det være nødvendigt ved skatteårets

⁸⁸ Revisionsstandard 570 om going concern samt regnskabsprincippet om going concern

⁸⁹ Konkurslovens §17 stk. 2

⁹⁰ "Revifax nr. 992" <http://www.revitax.dk/revifaxen/revifax-2011.html>

udløb, at realisere minimum et beløb svarende til skattebetalingen vedr. den urealiserede aktieavance. Beløbet kan enten indbetales til SKAT som en frivillig skattebetaling eller afsættes på en bankkonto til formålet, således at beløbet er øremærket til betaling af selskabsskatten. Ulempen ved dette er, at selskabet således afskærer sig fra at udnytte den kredit, som er forbundet med at selskabsskatten ikke forfalder samtidig med indkomstårets udløb. Anvendelse af modellen betyder at selskabet skal foretage skattemæssige beregninger præcis ved skatteårets afslutning, samt foretage de fornødne aktiesalg så selskabsskatten kan betales.

Låneoptagning

Selskabet kan også vælge at sikre sig en kreditramme enten ved egen finansiering eller fremmed finansiering, således at der ikke er behov for at sælge ud af porteføljen i utide. Fremmed finansiering kunne være et kreditinstitut eller et moderselskab/søsterselskab, mens egen finansiering kunne være at selskabet selv havde en overskudslikviditet, som der kunne stilles til rådighed for skattebetalingen. Ulempen ved låneoptagning er, at en kreditramme medfører omkostninger og et afhængighedsforhold til långiver, hvis det er en fremmed långiver. Egen finansiering medfører en offeromkostning, hvilket ville være det afkast som f.eks. overskudslikviditeten kunne have givet.

Selvfinansierende portefølje

I teorien vil det også være muligt at opstille en portefølje af aktier, som med f.eks. 95% sikkerhed giver et forventet afkast, således at selskabet maksimalt har en risiko på 5%, for at porteføljen har en lavere værdi end krævet når skatten skal betales. Fordelen med denne løsning er, at selskabet med 95% sikkerhed får det ønskede afkast af skattebetalingen i kredittiden fra skatteårets udløb til skattebetalingen finder sted. Ulempen er at desto højere sikkerhed der skal være for det forventede afkast, desto mindre bliver det forventede afkast som regel, fordi høje forventede afkast som regel er forbundet med højere risiko end lave forventede afkast. Hvis porteføljen kan opnå det forventede afkast, vil denne model resultere i et højere afkast end den konservative model, fordi denne model udnytter at selskabsskatten først skal betales den 20. november i det efterfølgende indkomstår. I denne model undgår selskabet også at skulle optage fremmedfinansiering.

15.3. IP Holding ApS

IP Holding ApS, hvis skatteår slutter 30/4, har den 30. april 2009 haft en overskudslikviditet på 10 mio. efter salget af sine aktier i Driftsselskabet A/S. Det skal bemærkes at selskabet går ind i indkomståret 2010 pr. 1. maj 2009, og det er dermed forpligtet til at anvende lagerbeskatning fra 1. maj 2009. Selskabet vil gerne investere i børsnoterede aktier. I samarbejde med selskabets investeringsrådgiver i selskabets bank, er der udvalgt fem C20 aktier, som selskabet gerne vil se nærmere på. Investeringen skal forløbe frem til 31. december 2011. Ud fra de sidste tre års kursudvikling samt forventninger til fremtiden, har selskabet opstillet nedenstående tabel over risiko og afkast. IP Holding ApS kan ved aftaleindskud i forskellige pengeinstitutter opnå en risikofri forrentning på 1% p.a. Dermed er forventede afkast under 1% ikke aktuelle.

	A.P. Møller - Mærsk B			Novo Nordisk		
Afkast	Sand-synlighed	Forventet afkast i %	Risiko	Sand-synlighed	Forventet afkast i %	Risiko
-5	70%	-3,5	-	10%	-0,5	-
0	10%	0	-	10%	0	-
5	10%	0,5	-	10%	0,5	-
10	10%	1	-	70%	7	-
Total	100%	-2	5,1	100%	7	5,1

	Danske Bank			Vestas Wind Systems			Top Danmark		
Afkast	Sand-synlighed	Forventet afkast i %	Risiko	Sand-synlighed	Forventet afkast i %	Risiko	Sand-synlighed	Forventet afkast i %	Risiko
-5	30%	-1,5	-	30%	-1,5	-	50%	-2,5	-
0	20%	0	-	30%	0	-	30%	0	-
5	20%	1	-	30%	1,5	-	10%	0,5	-
10	30%	3	-	10%	1	-	10%	1	-
Total	100%	2,5	6,0	100%	1	4,9	100%	-1	4,9

Nedenstående tabel viser forskellige forventede afkast og risiko ud fra forskellige fordelinger af porteføljen af de fem aktier:

Scenario	Procentvis fordeling af investering					Forventet afkast	Risiko
	APM	NN	DB	VW	TD		
1	100%	0%	0%	0%	0%	-2	5,09902
2	0%	100%	0%	0%	0%	7	5,09902
3	0%	0%	100%	0%	0%	2,5	6,020797
4	0%	0%	0%	100%	0%	1	4,898979
5	0%	0%	0%	0%	100%	-1	4,898979
6	0%	60%	40%	0%	0%	5,2	5,486347
7	0%	50%	0%	50%	0%	4	5
8	0%	50%	50%	0%	0%	4,75	5,578978
9	20%	20%	20%	20%	20%	1,5	5,139451
10	30%	30%	20%	10%	10%	2	4,952162
11	1%	87%	1%	10%	1%	6,185	3,482707
12	10%	30%	30%	20%	10%	2,75	4,781099
13	20%	10%	10%	30%	30%	0,55	5,359896
14	30%	20%	10%	10%	30%	0,85	5,338676

Se formler for udregning af forventet afkast og risiko under bilag X.

De fem fordelinger som der er markeret med gråt er udvalgt til den efterfølgende undersøgelse af hvordan disse portefølje mix klarede sig i 2010 og 2011. Disse fem porteføljer er valgt ud fra at de forventede afkast er positive og risikoen er forholdsvis lav.

I et 95% konfidensinterval vil minimums-, middel- og maksimumsafkast se således ud:

95% konfidensinterval (faktor 1,96)			Afkast i %		
Senario	Forventet afkast	Risiko	Nedre grænse	Gennemsnit	Øvre grænse
2	7	5,09902	-2,994078247	7	16,99407825
3	2,5	6,020797	-9,300762687	2,5	14,30076269
4	1	4,898979	-8,601999792	1	10,60199979
11	6,185	3,482707	-0,64110567	6,185	13,01110567
12	2,75	4,781099	-6,620954882	2,75	12,12095488

For at en selskabsinvestor kan være sikker på ikke at komme i likviditets problemer i forbindelse med skattebetalingen den 20. november, er det vigtigt at aktieinvesteringens afkast er så stabilt som muligt, altså at afkastet variere så lidt som muligt ud fra det forventede afkast. Det gælder altså om at finde den investering som har de højeste afkast, men den mindste risiko/varians. Af tabellen ses det at den forventede varians på scenario 11 er på 3,48 med et forventet afkast på 6,185% mod en varians på 5,1 i scenario 2, der dog har et højere forventet afkast på 7%. I ovennævnte tabel over 95% konfidensintervallet for disse to scenarioer kan det ses at scenario 2 har en nedre grænse ved -2,99% i afkast mod scenario 11,

som har en nedre grænse på -0,64%. Det forventes altså at scenario 11 har et mere stabilt afkast. Det må altså forventes at scenario 11 har de mindste udsving, og dermed vil være mere sikket end de øvrige scenarioer. Dermed skulle værdien af aktieinvesteringen i scenario 11 gerne have en merværdi, som er tættere på det forventede end de øvrige scenarioer, når skatten skal betales den 20. november.

Med fokus på skat har følgende datoer og de tilhørende aktieværdier betydning for IP Holding ApS:

- 30. april 2009 startdato for investeringen.
- 22. marts 2010 1. rate acontoskat 2010 som er fastsat til 10.000.
- 30. april 2010 afslutning af skatteåret 2010.
- 20. november 2010 2. rate acontoskat 2010 som er fastsat til 10.000.
- 20. marts 2011 1. rate acontoskat 2011 som er fastsat til 10.000.
- 30. april 2011 afslutning af skatteåret 2011.
- 20. november 2011 betaling af selskabsskat 2010 samt 2. rate acontoskat 2011 som er fastsat til 10.000.
- 31. december 2011 slutdato for investeringen
- 20. marts 2012 1. rate acontoskat 2012 som er fastsat til 10.000.
- 30. april 2012 afslutning af skatteåret 2012.
- 20. november 2012 betaling af selskabsskat 2011 samt 2. rate acontoskat 2012 som er fastsat til 10.000.
- 20. november 2013 betaling af selskabsskat 2012.

15.3.1. Den konservative model⁹¹

I denne model opgøres selskabsskatten på baggrund porteføljens værdi den sidste dag i indkomståret, og der sælges aktier svarende til selskabsskatten. Selskabsskatten indbetales samtidig til SKAT, så selskabet undgår rentetillæg og sikre at skatten kan betales. Denne model kræver, at selskabet hver den sidste dag i året har styr på selskabets aktieavancer og kan beregne selskabsskatten. Et alternativ til at betale selskabsskatten samme dag som skatteåret udløber, kunne være at indbetale skattebeløbet på en aftalekonto med et risikofrit afkast.

⁹¹ Model udtænkt ud fra principperne om Going Concern og insolvens ved betaling af selskabsskat

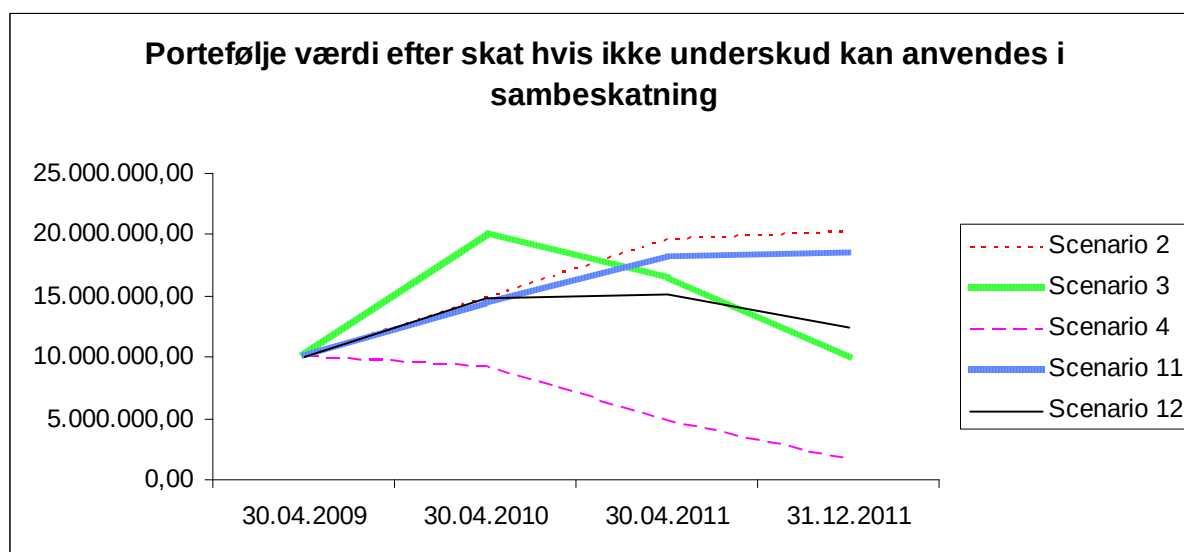
Analyse af beregninger

Hvis man bruger den konservative model, som tidligere er nævnt i afsnittet om likviditetsmodeller, hvor selskabet sikrer sig for at kunne betale selskabsskatten af egne midler, uanset hvordan porteføljen udvikler sig, kan resultatet ses af nedenstående tabel. Det ses at scenario 2 er det, der har haft den bedste udvikling. Tabellen viser likviditeten 20. november 2013, hvis ikke de negative aktieavancer kan modregnes i anden skattepligtig indkomst. Dette betyder at investeringen i scenario 3 total set over hele perioden har haft et afkast på kr. 3.274.131, men pga. høje stigninger i det første skatteår har selskabet betalt 3.361.711 i skat og efterfølgende er porteføljen faldet i værdi. Dette resulterer i at hele det likviditetsmæssige afkast er gået til betaling af skat. Yderligere ses det at ingen af de forventede afkast ligger tæt op af de realiserede afkast, hvilket understreger at der altid vil være en usikkerhed forbundet med fastsættelse af et forventet afkast ud fra den pågældende portefølje.

Scenario	2	3	4	11	12
A.P. Møller – Mærsk B	0%	0%	0%	1%	10%
Novo Nordisk	100%	0%	0%	87%	30%
Danske Bank	0%	100%	0%	1%	30%
Vestas Wind Systems	0%	0%	100%	10%	20%
Top Danmark	0%	0%	0%	1%	10%
Forventet afkast pr. år før skat	7%	2,5%	1%	6,185%	2,75%
Afkast før skat i procent for 975 dage	136%	33%	-84%	114%	41%
Afkast efter skat i procent for 975 dage	102%	-1%	-84%	85%	23%
Gennemsnitlig afkast pr. år før skat	51%	12%	-31%	43%	15%
Gennemsnitlig afkast pr. år efter skat	38%	0%	-31%	32%	9%
Investering	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Afkast	13.591.515	3.274.131	-8.365.075	11.391.615	4.055.867
Betalt skat	-3.402.675	-3.361.771	0	-2.834.951	-1.706.114
Godtgørelse	-9.829	-13.187	550	-8.979	-6.710
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	20.179.011	9.899.172	1.635.476	18.547.684	12.343.043
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	0	260	260	0	260
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	0	20.000	20.000	20.000	20.000
Likvider efter skat 20.11.2013	20.179.011	9.919.432	1.655.736	18.547.684	12.363.303
Skattepligtige indkomster					
2010	6.450.800	13.447.086	-787.115	5.723.867	6.366.219
2011	6.435.503	-3.580.206	-4.380.208	5.268.102	458.235
2012	724.396	-6.533.108	-3.117.915	347.836	-2.801.805
Total	13.610.699	3.333.771	-8.285.238	11.339.805	4.022.649

Se beregninger under bilag XI.

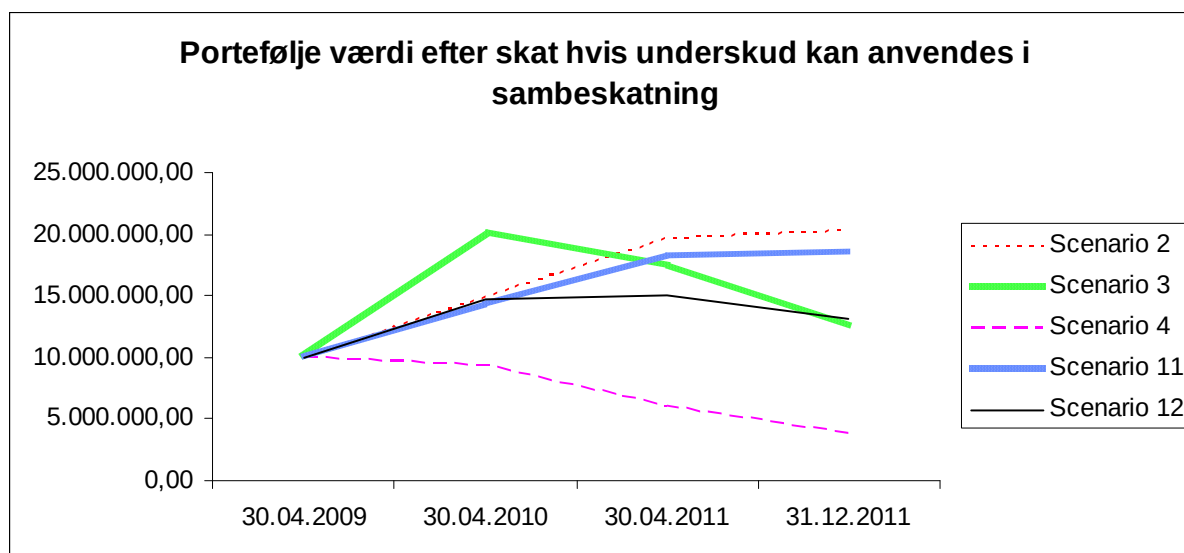
Med hensyn til skattebetalingerne, vil den mest hensigtsmæssige værdikurve rent likviditetsmæssigt, være en kurve som er jævnt stigende over hele perioden. Kurverne for de 5 scenarioer kan ses af nedenstående diagram. Med en jævnt stigende kurve undgår selskabet at betale skat af værdistigninger, der kun er kortvarige og dermed senere er tabt, som det f.eks. ses i scenario 3. I scenario 2 og 11 er der en pænt stigende kurve gennem hele perioden. Dette er et eksempel på en god kurve, som både skattemæssigt, likviditetsmæssigt og afkastmæssigt vil være hensigtsmæssig for selskabet. Scenario 4 er jævnt faldende gennem hele perioden, hvilket selvfølgelig ikke er hensigtsmæssigt for selskabets investering, men der afgår ikke likviditet til skat pga. at tendensen er jævnt faldende over hele perioden. Hvis investeringen er faldende i værdi over perioden, vil det rent likviditets- og skattemæssigt være den bedste udvikling for selskabet. Kurver som i scenario 3 og 12 er ikke hensigtsmæssige, da de resulterer i skattebetalinger af kortvarige kursstigninger, der efterfølgende ikke kan realiseres når porteføljen sælges.



Figur 15.3.1.1

Hvis underskuddene som følge af lagerbeskatningen kan fradrages i anden indkomst eller i sambeskatningen, har det en positiv indvirkning på likviditeten. Dette skyldes at fradragsværdien af værdiforringelser af porteføljen kan anvendes og tilføre likviditet til porteføljen. I nedenstående tabel og diagram ses effekten af udnyttelsen af fradraget dog uden forrentning af fradragsværdien.

Scenario	2	3	4	11	12
Afkast før skat i procent for 975 dage	136%	33%	-84%	114%	41%
Afkast efter skat i procent for 975 dage	102%	24%	-63%	85%	30%
Gennemsnitlig afkast pr. år før skat	51%	12%	-31%	43%	15%
Gennemsnitlig afkast pr. år efter skat	38%	9%	-24%	32%	11%
Likvider efter skat 20.11.2013	20.179.011	12.447.760	3.727.045	18.547.684	13.063.755



Figur 15.3.1.2

Den største effekt ses på scenario 3, hvor afkastet forbedres fra et årligt afkast på 0% efter skat til et årligt afkast på 9% efter skat. Det ses også at scenarioerne 3, 4 og 12 bliver forbedret, eftersom disse porteføljer har en negativ vækst sidst i perioden eller gennem hele perioden. Hvis fradraget for tabene i forbindelse med lagerbeskatningen kan anvendes, betyder det at den totale skattebetaling af porteføljen bliver den samme, som efter den tidligere Aktieavancebeskatningslov ved et salg af aktier ejet under 3 år. Der er dog en likviditetsmæssig forskel, fordi skatten efter de nuværende regler betales løbende over årene som følge af lagerbeskatningen, mens den tidligere relationsbeskatning gjorde, at skatten først blev betalt i forbindelse med det skatteår, hvor avancen blev realiseret. Dermed fratages selskaberne ved de nuværende regler muligheden for forrentning af likviditeten af de løbende skattebetalinger. Samtidig kan selskaberne ikke drage fordel af udskydelse af skatten, og dermed opnår selskabet ikke fordel af at fremtidsværdien af skattebetalingen, der som regel er lavere end nutidsværdien af skattebetalingen.

15.3.2. Underskudsbegrænsning

Regeringen har fremlagt et lovforslag vedrørende begrænsning af selskabernes underskud, forslaget forventes indført med virkning fra indkomståret 2013⁹². Vedtages denne lov vil det medføre at selskaber hvis aktieavancer er meget svingende vil blive presset på likviditeten. Dette skyldes at der i loven er lavet en begrænsning på 60% anvendelse af underskud over 7.500.000 kr. vedrørende tidligere års underskud. Dette medføre at et selskab, som det første år har en negativ urealiseret aktieavance på 10.000.000 kr. og et skattemæssigt underskud på 10.000.000 kr. og året efter har en positiv urealiseret avance på 10.000.000 kr. og en skattemæssig indkomst på 10.000.000 kr. kun kan modregne 9.000.000⁹³ kr. af underskuddet fra året før i den skattepligtige indkomst, hvorefter der skal betales skat af en indkomst på 1.000.000 kr. altså en selskabsskat på 250.000. Det resterende underskud på 1.000.000 kr. kan dog fortsat anvendes i fremtidige indkomster. Likviditetsmæssigt betyder dette altså at selskabet skal betale 250.000 kr. i selskabsskat selvom der samlet set over de to år ikke har været nogen urealiseret aktieavance. Det skal bemærkes, at der i et tidligere lovforslag⁹⁴ var lagt op til at underskudsbegrænsningen skulle begynde ved. 1.000.000, ud fra selskabernes synspunkt er det nye lovforslag derfor blevet væsentligt forbedret.

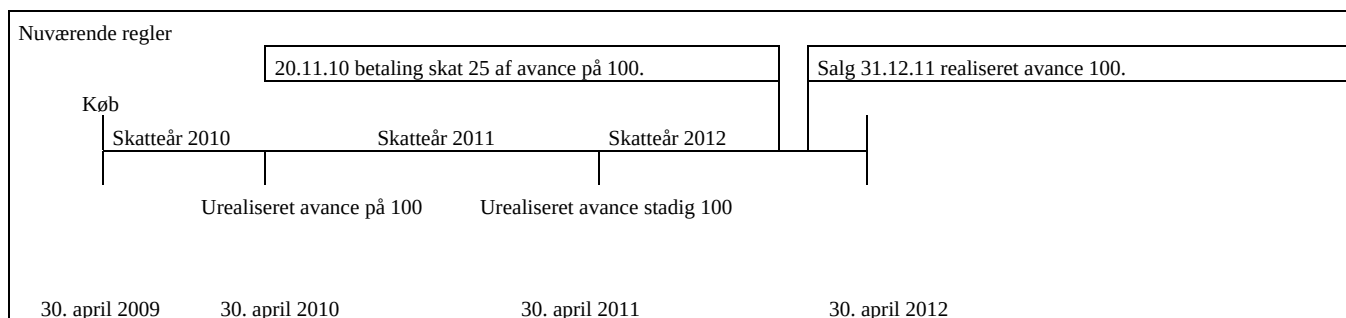
15.3.3. Sammenligning mellem gamle og nye regler

I den værst tænkelige situation vil et selskab skulle betale hele skatten i forbindelse med skattebetalingen for det første skatteår, hvis hele avancen er opnået i det første skatteår. Ved de tidligere regler kunne selskabet vente med at betale skatten i forbindelse med skatten for det tredje skatteår. Af nedenstående to tidslinier for de nuværende og tidligere regler ses det, at det efter de nuværende regler skal skatten af en avance f.eks. betales den 20. november 2011, mens skatten efter de tidligere regler kunne udskydes til 20. november 2013, altså en udskydelse på 2 år. Fremtidsværdien af de 25.000 kr. ved en årlig inflation på 2% vil være $25.000 \times 1,02^3 = 26.010$ kr., altså en øget betaling på 1.010 kr.

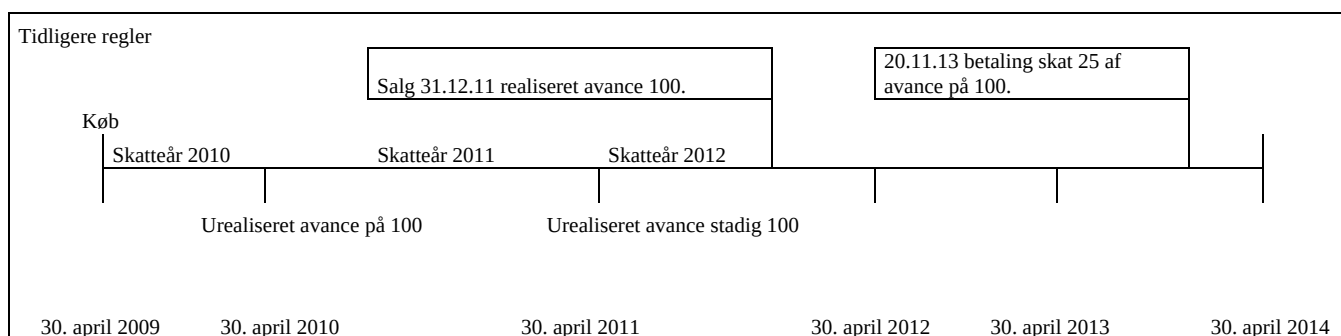
⁹² L 173 2011/2012

⁹³ Beregning i Revifax nr. 1027

⁹⁴ Finanslovsforslaget 2012 af 3. november 2011



Figur 15.3.3.1



Figur 15.3.3.2

15.3.4. Låneoptagning⁹⁵

Ved denne likviditetsmodel vælger selskabet at finansiere skattebetalingen ved optagelse af gæld, hvis omkostningerne ved låneoptagningen er lavere end det forventede afkast af porteføljen. Hvis f.eks. selskabet kan låne til en rente på 5%, og det forventede afkast udgør 7%, vil det altså give et ekstra afkast på 2 procentpoint at lade skatten finansiere ved låneoptagning, frem for at sælge ud af porteføljen for at kunne betale selskabsskatten. Hvis skattebetalingen finansieres gennem et kreditinstitut mod sikkerhed i porteføljen, forventes det at renten ligger på mellem 5% og 7%⁹⁶. Hvis selskabet skal låne af et moderselskab eller søsterselskab, kan renten måske være lavere, hvis långivers alternativ er indlånsrenten på mellem 0% og 1% plus et risikotillæg på måske 2-3 procentpoint, altså en rente på omkring 4%. Den måske billigste finansiering er egenfinansiering, hvor selskabet anvender eventuel overskudslikviditet til betaling af selskabsskatten. I dette tilfælde vil der være tale om en offerrente som udgør den rente som likviditeten kunne opnå f.eks. ved aftaleindlån, hvor der må forventes en rente på mellem 0% og 3%. Finansieringen af selskabsskatten er dermed afhængig af selskabets likvide situation samt tilhørsforhold til kreditinstitutter og

⁹⁵ Model udtænkt ud fra teorien om afkast på fremmedfinansiering her kreditinstitutternes renteniveau

⁹⁶ Cibor 3 0,99% (16/3 2012) + tillæg 4-6 procentpoint samt statistik fra Nationalbanken over renteniveauet i Danmark 2007-2008 <http://www.nationalbanken.dk/DNDK/statistik.nsf/side/RS20081127Nyt>

koncernselskaber. I dette eksempel tages der udgangspunkt i, at selskabet kan finansiere selskabsskatten ved en kassekredit på 6%, hvor kreditinstituttet har sikkerhed i aktieporteføljen. I dette tilfælde vil det således kun være scenario 2 og 11, hvor låneoptagning kan være relevant, fordi det er de eneste scenarioer hvor det forventede afkast er over 6%.

Scenario	Procentvis fordeling af investering					Forventet afkast	
	APM	NN	DB	VW	TD		
2	0%	100%	0%	0%	0%	7	5,09902
11	1%	87%	1%	10%	1%	6,185	3,482707

Analyse af beregninger

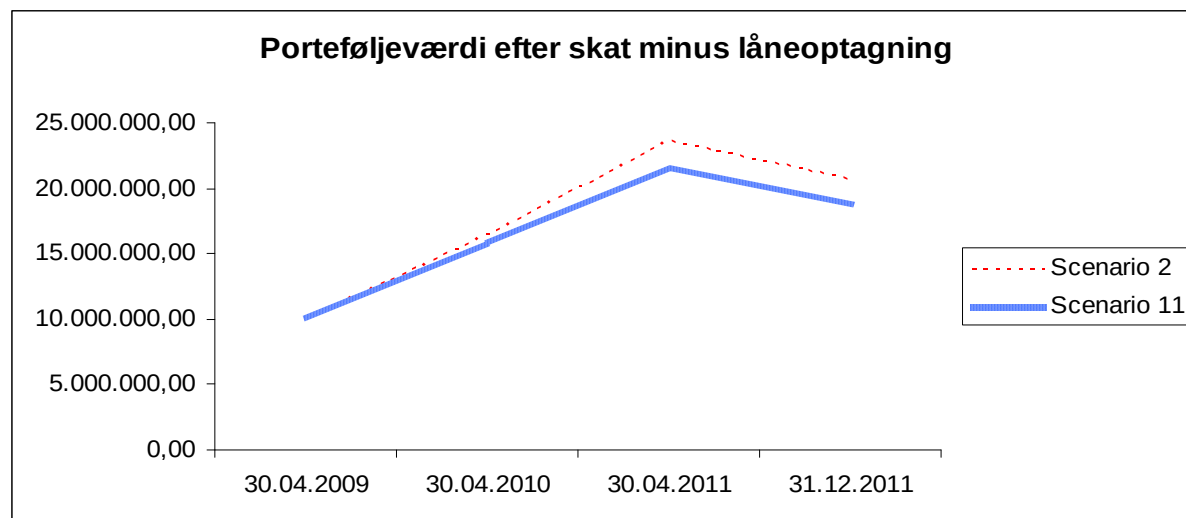
I beregningerne betales selskabsskatten ved forfald den 20. november i det næste indkomstår. Der indbetales ikke frivillige selskabsskatter ud over aconto raterne fordi rentetillæget på henholdsvis 5,1% i 2010, 4,8% i 2011 og 4,3% i 2012 er lavere end lånerenten på 6%. Dermed er det mere favorabelt at lade SKAT finansiere skatten frem til 20. november, hvor skatten er til forfald, end ved gældsoptagelse.

Sammenligning med den konservative model

Nedenstående tabel og diagram viser at porteføljen ved låneoptagelse giver et øget afkast efter skat på 4 procentpoint for scenario 2 og 2 procentpoint for scenario 11. Dette viser at låneoptagning giver en afkastmæssig fordel, hvis porteføljen giver et afkast der er højere end det det koster at optage lån. Likviditetsmæssigt giver låneoptagningen en forbedret likviditet på henholdsvis 441.943 kr. for scenario 2 og 169.589 kr. for scenario 11. Værdikurven for porteføljerne knækker efter år 2, fordi det først er her skatten for indkomstårene 2010, 2011 og 2012 skal afregnes.

Scenario	Låneoptagelse		Konservativ model	
	2	11	2	11
Forventet afkast pr. år før skat	7%	6,185%	7%	6,185%
Afkast før skat i procent for 975 dage	145%	118%	136%	114%
Afkast efter skat i procent for 975 dage	107%	87%	102%	85%
Gennemsnitlig afkast pr. år før skat	54%	44%	51%	43%
Gennemsnitlig afkast pr. år efter skat	40%	33%	38%	32%
Investering	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Afkast	14.459.276	11.823.665	13.591.515	11.391.615
Betalt skat	-3.622.376	-2.963.234	-3.402.675	-2.834.951
Godtgørelse/rentetillæg	-174.644	-143.158	-9.829	-8.979
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	20.662.256	18.717.273	20.179.011	18.547.684
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	0	0	0	0
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	0	0	0	0
Likvider efter skat 20.11.2013	20.662.256	18.717.273	20.179.011	18.547.684
Skattepligtige indkomster				
2010	6.463.691	5.735.297	6.450.800	5.723.867
2011	7.153.844	5.794.083	6.435.503	5.268.102
2012	871.698	323.555	724.396	347.836
Total	14.489.503	11.852.935	13.610.699	11.339.805
Belåning				
30.04.09	0	0	0	0
30.04.10	10.063	10.063	0	0
30.04.11	31.003	31.003	0	0
31.12.11	1.750.934	1.558.273	0	0
Renteomkostninger for perioden 30.04.09 til 31.12.11	13.636	12.360	0	0

Se beregninger under bilag XII.



Figur 15.3.4.1

15.3.5. Selvfinansiering⁹⁷

Ved brug af selvfinansierings modellen betales selskabsskatten incl. rentetillæg når den forfalder den 20. november i den næste indkomstår. I de porteføljescenarioer der er taget udgangspunkt i, viser 95% konfidensintervallet de forventede afkast. Hvilket betyder at det forventede afkast i teorien med 95% sikkerhed ligger inden for den nedre grænse og øvre grænse med en middelværdi, som er det forventede afkast. Der er således 2,5% risiko for afkastet bliver over den øvre grænse, og 2,5% risiko for at afkastet bliver lavere end den nedre grænse. I indkomstårene 2010 til 2012 var rentetillægget på mellem 4,3% og 5,1%, hvilket betyder at det ikke kan forsvares at anvende selvfinansieringsmodellen ved forventede afkast under 5,1%. Ved forventede afkast under 5,1% bør selskabet indbetale selskabsskatten i indkomståret for at undgå rentetillægget ligesom tidligere nævnt i den konservative model. Porteføljer med afkast over 5,1% bør betale selskabsskatten når den forfalder den 20. november i det efterfølgende skatteår. Det bør dog overvejes hvor stor afvigelse der er mellem det forventede afkast og henholdsvis den nedre grænse, for at se om hvor stor risiko der er for at afkastet ligger under 5,1%. Den øvre og nedre grænse for scenario 2 og 11, som er de eneste med forventet afkast over 5,1%, ses i nedenstående tabel.

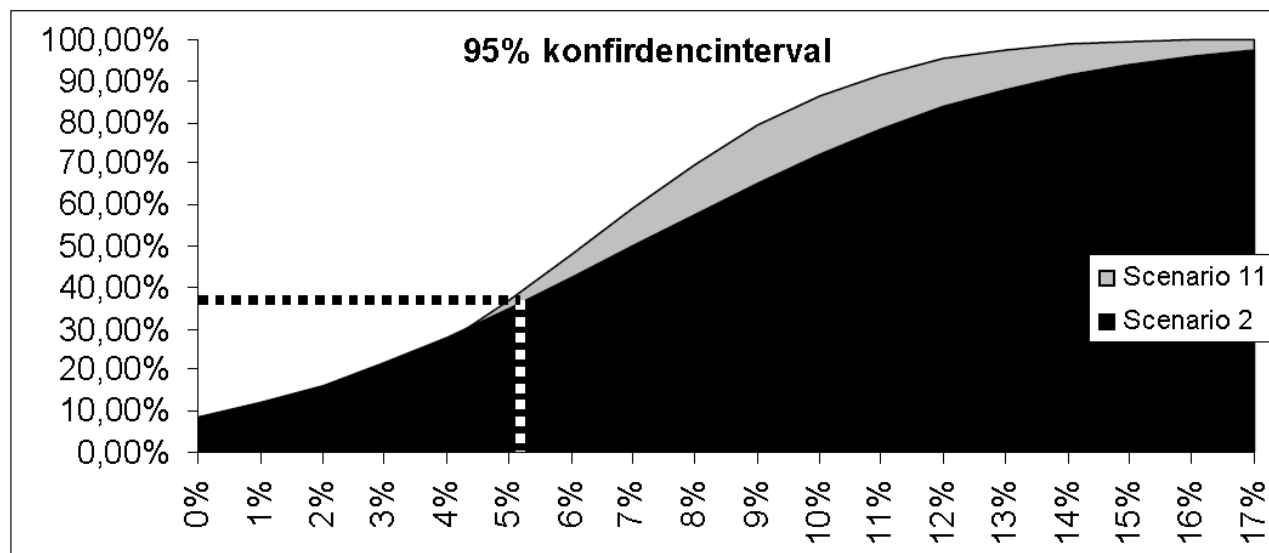
I et 95% konfidensinterval vil minimums-, middel- og maksimumsafkast se således ud:

95% konfidensinterval (faktor 1,96)			Afkast i %		
Senario	Forventet afkast	Risiko	Nedre grænse	Gennemsnit	Øvre grænse
2	7	5,09902	-2,994078247	7	16,99407825
11	6,185	3,482707	-0,64110567	6,185	13,01110567

Nedenstående to diagrammer viser at de akkumulerede sandsynligheder. Der er således ca. 35% sandsynlighed for at afkastet i scenario 2 bliver lavere end 5,1%, mens samme sandsynlighed er 37% i scenario 11. Hvis selskabet ikke kan leve med en risiko på mellem 35% og 37% for at afkastet bliver lavere end 5,1%, og dermed risikoen for at afkastet ikke kan opveje rentetillægget, så bør selskabet ikke vælge at vente med at indbetale selskabsskatten til den 20. november i det næstkommende indkomst år, men derimod indbetale skatten som frivillig skat. Når selskabet har et skatteår som udløber 30. april, har selskabet den fordel at kunne efterevaluere porteføljen den 20. november i samme år, for at

⁹⁷ Model udtænkt ud fra teorien om afkast på fremmedfinansiering her SKAT's rentetillæg

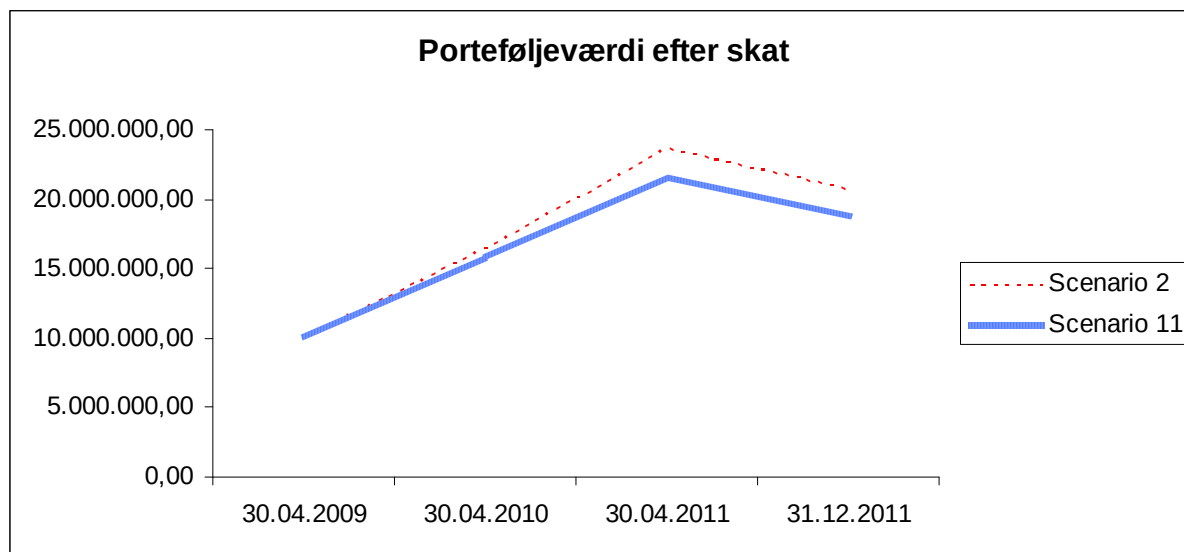
vurdere om skatten skal betales inden skatteårets udløb eller om skatten skal udskydes til den 20. november året efter.



Figur 15.3.5.1

	Selvfinansiering		Låneoptagning	
Scenario	2	11	2	11
Forventet afkast pr. år før skat	7%	6,185%	7%	6,185%
Afkast før skat i procent for 975 dage	143%	118%	145%	118%
Afkast efter skat i procent for 975 dage	106%	87%	107%	87%
Gennemsnitlig afkast pr. år før skat	54%	44%	54%	44%
Gennemsnitlig afkast pr. år efter skat	40%	33%	40%	33%
Investering	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Afkast	14.343.804	11.771.998	14.459.276	11.823.665
Betalt skat	-3.588.202	-2.931.948	-3.622.376	-2.963.234
Godtgørelse/rentetillæg	-166.195	-141.890	-174.644	-143.158
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	20.589.407	18.698.159	20.662.256	18.717.273
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	0	0	0	0
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	0	0	0	0
Likvider efter skat 20.11.2013	20.589.407	18.698.159	20.662.256	18.717.273
Skattepligtige indkomster				
2010	6.463.042	5.723.770	6.463.691	5.735.297
2011	7.147.575	5.767.329	7.153.844	5.794.083
2012	742.189	236.693	871.698	323.555
Total	14.352.807	11.727.792	14.489.503	11.852.935

Se beregninger under bilag XII.



Figur 15.3.5.2

15.3.6. Stop-profit og stop-loss modeller

De tre likviditetsmodeller, som tidligere er gennemgået, er forholdsvis passive modeller hvor investor ikke aktivt griber ind i investeringen, hvis den enten udarter sig mere positivt eller mere negativt end forventet. Ved en mere aktiv styring af investeringerne, vil det være muligt at begrænse eventuelle tab og realisere eventuelle gevinster, som er væsentligt højere end det der var forventet ved starten af investeringen. Hvis ikke investor har opsat mål for investeringen, hvor der afsættes et maksimalt tab og en maksimal gevinst, vil der være risiko for at investor kun realisere små gevinster, men til gengæld store tab⁹⁸. Dette kan skyldes at investor rent psykologisk kan have en tendens til at ville realisere selv små gevinster, mens investor helst ikke vil realisere tab pga. forventningen om at tabet kan vindes tilbage. For at undgå denne fælde kan investor som regel med fordel anvende en stop-profit/stop-loss model. Der findes en række forskellige stop-profit/stop-loss modeller. De fleste er meget ressourcekrævende og betyder, at investor løbende følger investeringen tæt. I det efterfølgende afsnit beskrives to relativt enkle modeller, som kan styres enten af investor selv eller af en investeringsmanager. De to stop-profit/stop-loss modeller der tages udgangspunkt i er optioner eller beslutningstræer, hvor der afsættes en grænse for det maksimale tab på investeringen. Hvis investeringen har en mere positiv udvikling end forventet, er det også

⁹⁸ aktie investeringer teori og praktisk anvendelse side 28-29

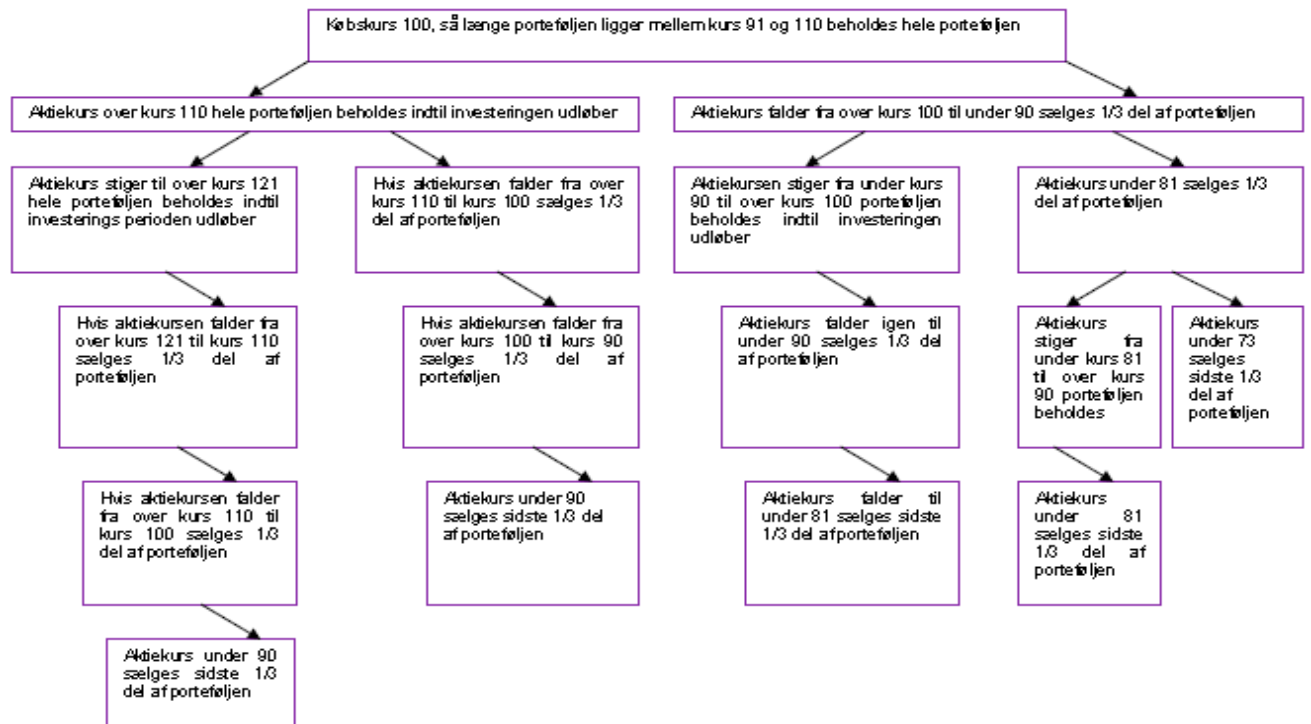
muligt at fastsætte grænser for hvor meget kursen maksimalt må falde ud fra den nuværende kurs, således at investor ikke risikerer at miste hele den gevinst der allerede er opnået.

15.3.7. Optioner og beslutningstræer

For at undgå aktiekurver, som starter med at stige og efterfølgende falder, ligesom i scenario 3, som resultere i betaling af skat og efterfølgende problemer med at udnytte fradraget vedr. aktietabet, vil det være en fordel at selskaberne anvender put optioner, altså salgsoptioner, eller udarbejder et beslutningstræ. Ved en put option sikrer selskabet sig, at tabet kan begrænses til den fastsatte salgskurs. Hvis et selskabs aktier har haft en positiv udvikling som medføre en skattebetaling, er det muligt via en put option at sikre sig mod at aktiekursen efterfølgende falder, hvilket kan betyde et fradrag som ikke kan anvendes med mindre der er anden indkomst at modregne i. Omkostningen til put optionen afhænger bl.a. af tidshorisonten og aktiens volaritet. Ved aktier med en stor volaritet vil det netop være meget relevant at anvende put optioner for at opnå en stabil vækst i porteføljeværdien. Gevinster på en put option beskattes ligesom skattepligtige aktieavancer jf. ABL § 23 og dermed kan gevinsten modregnes i det eventuelle realiseret aktietab der opstår ved anvendelse af optionen. Optionen kræver dog at den underliggende aktie sælges, og dermed kan put optioner ikke bruges til at sikre mod de løbende urealiserede aktieavancer.

Hvis selskabet vurderer at omkostningen til en pågældende put option er for høj eller selskabet vil spare omkostningen, er det muligt at lave et beslutningstræ som ligesom en put option kan begrænse risikoen for tab. Et beslutningstræ kan også bruges til at beslutte, hvornår selskabet bør indgå en aftale om en put option f.eks. hvis aktien har opnået en stigning som selskabet gerne vil sikre, eller hvis aktien har tabt værdi og selskabet vælger at sikre sig mod yderligere tab. Et beslutningstræ kunne f.eks. udformes som et binominaltræ⁹⁹ hvor hver gang at aktien stiger eller falder med f.eks. 10%, så skal der tages stilling til om der skal sælges aktier eller der skal ske sikring af gevinsten eller tabet. Hvis man antager at selskabets ledelse vælger at sælge 1/3 del af porteføljen hvis aktien falder med mere end 10%, mens alle aktierne beholdes hvis de falder med mindre en 10% eller stiger. Dette beslutningstræ vil se ud som følgende.

⁹⁹ aktie investeringer teori og praktisk anvendelse side 264-265



Figur 15.3.7.1¹⁰⁰ bilag XIII.

Hvis man bruger ovenstående beslutningstræ i et eksempel hvor selskabet køber for nominelt 30.000 stk. aktier til kurs 100 og porteføljen falder til under kurs 73, vil det give nedenstående tab og effekt efter skat.

	Stk.	Kurs	Kostpris	Salgspris	Tab	Tab i % før skat	Skattefradrag	Netto efter skat	Tab i % efter skat
Køb	30.000	100	3.000.000						
Salg	-10.000	90		-900.000	100.000	10,00%	25.000	75.000	7,50%
Salg	-10.000	81		-810.000	190.000	19,00%	47.500	142.500	14,25%
Salg	-10.000	73		-730.000	270.000	27,00%	67.500	202.500	20,25%
Total	0		3.000.000	-2.440.000	560.000	18,67%	140.000	420.000	14,00%

Bilag XIV

Hvis ikke der var foretaget salg løbende og kursen var faldet til kurs 73 ville tabet være endt på 810.000 kr. før skat og 607.500 kr. efter skat. Dette giver et tab i procent på 20,25% mod 14%. Alt efter hvordan beslutningstræet udformes, vil selskabet kunne afgrænse sin risiko og beregne det maksimale tab for porteføljen.

¹⁰⁰ Illustration udarbejdet ud fra teorien om beslutningstræer aktie investeringer teori og praktisk anvendelse side 264-265

Hvis et selskab bruger et beslutningstræ for at begrænse risikoen, betyder det at selskabet løbende skal holde kontrol med porteføljen, og aktivt foretage salg når det er nødvendigt. Alternativt kan man lave en aftale med porteføljemanager f.eks. hos et investeringsinstitut om at foretage frasalg af porteføljen ud fra fastsatte kurser.

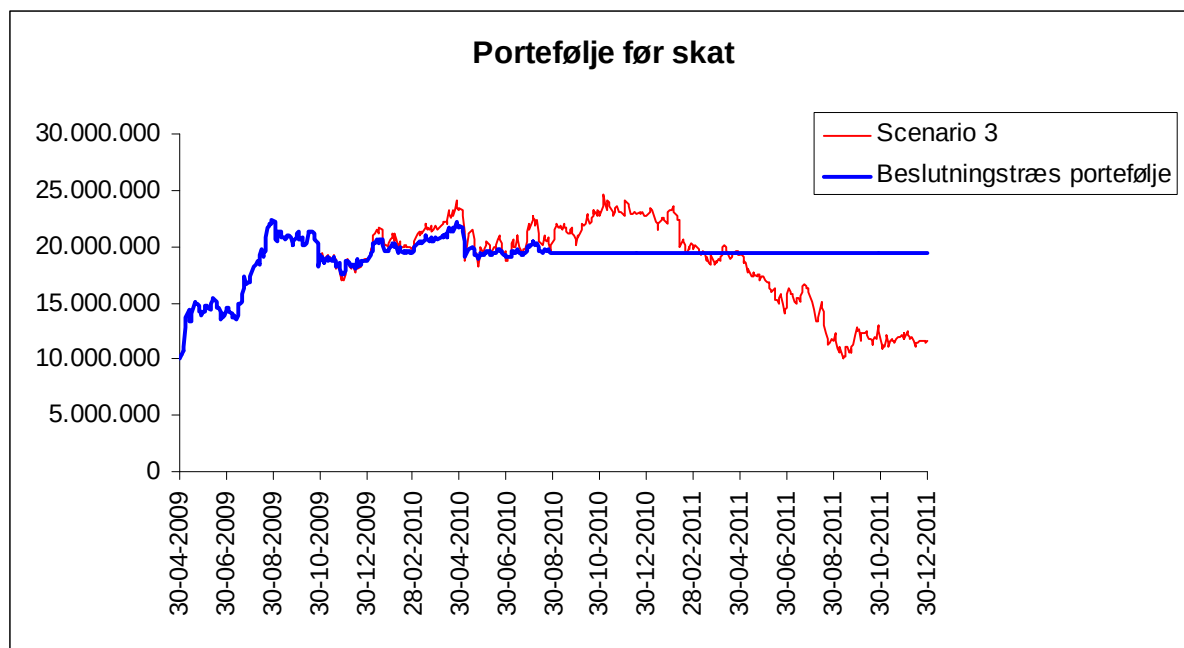
Hvis denne model bruges på scenario 3, hvor der investeres 10 mio. i Danske Bank, vil det betyde følgende¹⁰¹:

Den 30. april 2009 ved investeringens start er kursen 62,75. Den 5. maj 2009 er kursen steget til kurs 70, altså en stigning på over 10%. Der sættes dermed et nyt udgangspunkt i kurs 70. Dagen efter den 6. maj 2009 er kursen igen steget med over 10% til kurs 80,5, som bliver det nye udgangspunkt. Frem til 20. august 2009 stiger kursen fortsat og udgangspunktet for beslutningstræet ændres fire gange og ender den 20. august 2009 i kurs 130,75. Fra den 20. august 2009 frem til 30. oktober 2009 falder kursen med over 10% til kurs 117,25 hvilket betyder at 1/3 del af porteføljen sælges. Gevinsten for dette salg udgør kr. 2.889.263 i forhold til købskursen på 62,75. Med det nye udgangspunkt i kurs 117,25 stiger kursen igen, og udgangspunktet ændres yderligere to gange og ender den 15. april 2010 i kurs 145,9. Derefter falder kursen med over 10% fra det nye udgangspunkt i kurs 145,9 til kurs 124,1 og 1/3 del af den oprindelige portefølje sælges med en gevinst på kr. 3.252.409 i forhold til købskursen. Fra kurs 124,1 stiger kursen endnu en gang med over 10% til kurs 139, hvorefter kursen efterfølgende falder med over 10% til kurs 123,6 den 25. august 2010 hvorefter den sidste 1/3 del sælges med en gevinst på 3.225.963. Af nedenstående tabel ses kurserne for beslutningstræet.

¹⁰¹ Beregninger kan ses under bilag XIV

		Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index	Index
Dato	kurs	kurs 62,75	kurs 70	kurs 80,5	kurs 90,75	kurs 103	kurs 114,5	kurs 130,75	kurs 117,25	kurs 132	kurs 145,9	kurs 124,1	kurs 139
2010-08-25	123,6	197	177	154	136	120	108	95	105	94	85	100	89
2010-07-29	139	222	199	173	153	135	121	106	119	105	95	112	100
2010-05-06	124,1	198	177	154	137	120	108	95	106	94	85	100	89
2010-04-15	145,9	233	208	181	161	142	127	112	124	111	100	118	105
2010-01-07	132	210	189	164	145	128	115	101	113	100	90	106	95
2009-10-30	117,25	187	168	146	129	114	102	90	100	89	80	94	84
2009-08-20	130,75	208	187	162	144	127	114	100	112	99	90	105	94
2009-08-03	114,5	182	164	142	126	111	100	88	98	87	78	92	82
2009-07-22	103	164	147	128	113	100	90	79	88	78	71	83	74
2009-05-11	90,75	145	130	113	100	88	79	69	77	69	62	73	65
2009-05-06	80,5	128	115	100	89	78	70	62	69	61	55	65	58
2009-05-05	70	112	100	87	77	68	61	54	60	53	48	56	50

Alle kurser er oplyst af Euroinvestor¹⁰²



Figur 15.3.7.2

Nedenstående tabel sammenligner scenario 3 ved den konservative model og scenario 3 ved anvendelse af beslutningstræ. Begge beregninger er efter skat uden anvendelse af skattemæssige underskud.

¹⁰² Alle aktiekurser er hentet fra Euroinvestors hjemmeside <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/danske-bank/235240/historik>

	Konservativ model	Beslutningstræ
Scenario	3	3
Forventet afkast pr. år før skat	2,5%	2,5%
Afkast før skat i procent for 975 dage	33%	93%
Afkast efter skat i procent for 975 dage	-1%	64%
Gennemsnitlig afkast pr. år før skat	12%	35%
Gennemsnitlig afkast pr. år efter skat	0%	24%
Investering	10.000.000	10.000.000
Afkast	3.274.131	9.347.583
Betalt skat	-3.361.771	-2.943.504
Godtgørelse/rentetillæg	-13.187	-11.814
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	9.899.172	16.372.265
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	260	260
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	20.000	20.000
Likvider efter skat 20.11.2013	9.919.432	16.392.525
Skattepligtige indkomster		
2010	13.447.086	11.854.015
2011	-3.580.206	-2.486.380
2012	-6.533.108	0
Total	3.333.771	9.367.635

Beregninger kan ses under bilag VIII

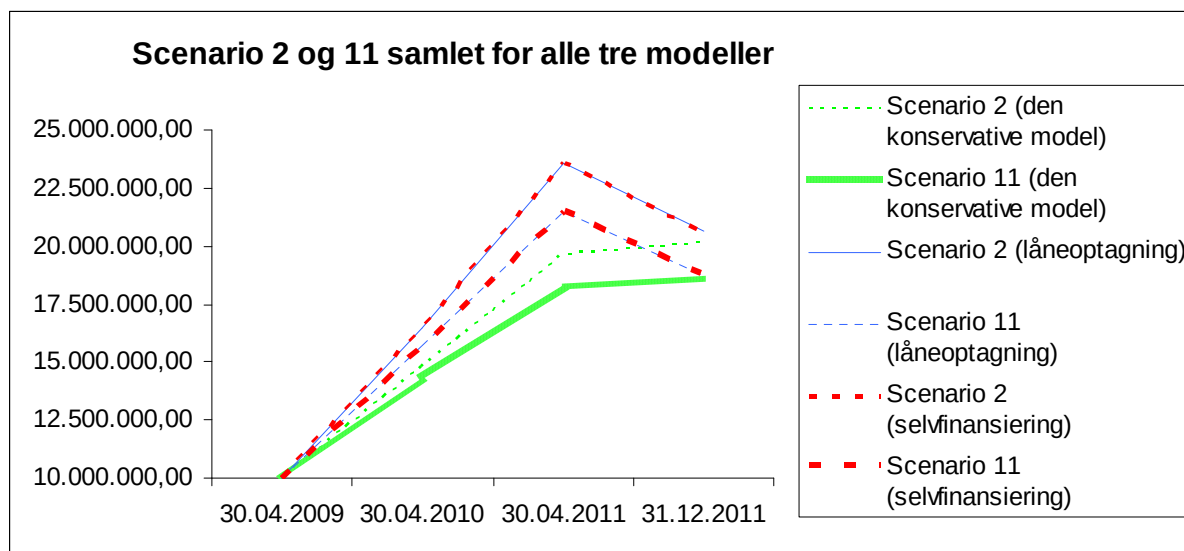
Tabellen viser at likviderne ved anvendelse af beslutningstræ er forbedret fra 9.919.432 kr. til 16.392.525 kr. og afkastet efter skat er forbedret fra -1% til 64%. Det skal bemærkes at der er fremførselsberettiget underskud i begge scenarioer.

15.4. Delkonklusion - Likviditetsstyring

Ved sammenligning af de tre valgte likviditetsmodeller kan der udledes følgende. Den konservative model sikrer at selskabet altid kan afregne sine selskabsskatter, eftersom et beløb svarende til skatten af aktiegevinsten realiseres ved skatteårets udløb og samtidig indbetales til SKAT. Den konservative model kræver kontrol og skattemæssige beregninger præcis ved skatteårets afslutning. Ved de to øvrige modeller er der en risiko for at værdien af aktierne på betalingstidspunktet for selskabsskatten er lavere end selskabsskatten, og dermed kan det give et likviditetsproblem. I scenario 2 og 11 hvor selskabet har et afkast som er

højere end rentetillæggende for selskabsskatten, vil den mest fordelagtige likviditetsmodel være lånefinansiering.

	Provenu efter skat scenario 2	Provenu efter skat scenario 11
Den konservative model	20.179.011	18.547.684
Låneoptagning	20.662.256	18.717.273
Selvfinansiering	20.589.407	18.698.159



Figur 15.4.1

Ulempen ved lånefinansiering er scenarioer ligesom scenario 2, hvor selskabet først får en positiv indkomst, som finansieres ved låneoptagelse, og efterfølgende når gælden skal indfries er porteføljen faldet i værdi. Dermed kan det give likviditetsproblemer, hvis ikke det skattemæssige underskud kan anvendes i anden indkomst. Selskabet har således et likviditetsunderskud i form at skatteværdien af det skattemæssige underskud indtil underskuddet kan anvendes, og i værste fald kan det være at underskuddet aldrig kan anvendes. I et scenario hvor værdien af aktieporteføljen er lavere end gælden, vil selskabet således kunne ende med en gæld som ikke kan dækkes af værdien af aktieporteføljen. Dette scenario vil ikke kunne ske i den konservative model. Den selvfinansierende model er en mellemting mellem den konservative model og lånefinansieringsmodellen. Risikoen ved selvfinansieringsmodellen er, at selskabet ikke kan betale sin skat hvis porteføljeværdien på tidspunktet for betalingen af selskabsskatten er lavere, end det beløb der skal betales i selskabsskat. Forskellen på provenuet i selvfinansieringsmodellen og låneoptagningsmodellen er i dette eksempel meget begrænset. Afkastmæssigt er der kun et procentpoint i forskel på

afkastene efter skat henholdsvis 107% og 106%. Hvis et selskab kommer i betalingsvanskeligheder, vil forskellen mellem de to modeller være at det er et kreditinstitut, der er kreditor i låneoptagningsmodellen, mens det ved selvfinansieringsmodellen er SKAT, der er kreditor. I hvilket omfang det er lettest at indgå afdragsordninger eller akkordordninger med henholdsvis SKAT og et kreditinstitut er det ikke muligt at udlede af denne undersøgelse.

Analysen viser at Stop Profit og Stop Loss modellerne i den pågældende periode kan forbedre avancen, samt begrænse u hensigtsmæssige skattebetalingen på urealiserede avancer, som efterfølgende ikke kan realiseres pga. af fald i aktiekursen. Selskaberne vil ikke fuldstændig kunne undgå u hensigtsmæssige skattebetalinger, men selskaberne kan sætte en grænse for de maksimale tab. Modellen gør det samtidigt muligt løbende at justere målsætningerne for gevinsterne, for dermed at sikre eventuelle gevinster ikke tabes fuldstændigt og begrænse de u hensigtsmæssige skattebetalinger.

16. Konklusion

Ejerstruktur

Kapitalejere bør i forbindelse med aktieavancer og udbytter betragtes i tre grupper, private kapitalejere, små selskabskapitalejere med ejerandel under 10% og store selskabskapitalejere med ejerandel over 10%. Både store og små selskabskapitalejer bør generelt skabe en selskabsstruktur hvor der er rigeligt med mellemholdingselskaber, som kan anvendes i tilfælde af aktiesalg eller kapitaludvanding, for derved at bevare skattefriheden på avancer og udbytter. Små enkeltstående kapitalbesiddelser under 10% bør investeres privat, medmindre investeringen overstiger 5 millioner samt det årlige skattepligtige afkast oversiger 35% eller der kan skabes en position hvor avancer og udbytter er skattefrie, f.eks. ved anvendelse af mellemholdingselskab. En formue på 5 millioner, som er placeret i et selskab og som er investeret porteføljeaktier, bør udloddes drypvis med op til 96.600 kr. pr. år medmindre det årlige afkast overstiger 28,5%, overstiger afkastet 28,5% bør formuen udloddes og investeres i privat regi.

For businessangles med mange små investeringer og ejerskab under 10% kan situationen være en anden, idet risikoen for tab kan opstå. En businessangle i selskabsform kan i visse situationer med fordel vælge lagerbeskatning for at kunne modregne tab i andre indtægter. Businessangeles bør strukturere sig i en struktur med flere mellemholdingselskaber, der kan anvendes til at sikre skattefrihed på avancen og udbytter, hvis investeringen over tid viser sig at være lønsom.

Værdiansættelse

Til skattemæssig værdiansættelse af unoterede aktier er der fem muligheder, 19. maj 1993 metoderne, indre værdi, sammenlignelige handler, ejeraftaler og SKAT's vejledning af 21. august 2009.

Hvis den regnskabsmæssige indre værdi viser et retvisende billede af virksomhedens værdi, kan den indre værdi anvendes til værdiansættelsen.

Hvis metoderne anvendt til værdiansættelse 19. maj 1993, herunder skattemæssige indre værdi over de sidste tre år, dokumenter et retvisende billede af virksomhedens værdi, kan disse metoder anvendes til værdiansættelsen.

Hvis de sammenlignelige handler er foretaget mellem uafhængige parter kan dette anvendes til værdiansættelse.

Ejeraftaler kan anvendes til skattemæssig værdiansættelse hvis de er anvendt til værdiansættelse ved handel mellem uafhængige parter, som har modstridende interesser.

I alle andre tilfælde bør SKAT's vejledning af 21. august 2009 anvendes til værdiansættelsen. Vejledningen foreskriver, at værdiansættelsen kan ske på baggrund af cirkulæret 2000-9, hvis der er tale om en virksomhed med en stabil indtjening, ellers bør der anvendes værdiansættelsesmodeller, som tager udgangspunkt i fremtidige indtjening såsom DCF- og EVA modellen. DCF modellen er den primære model, som SKAT mener der bør tages udgangspunkt i, EVA modellen bør anvendes til sammenligning af resultatet i DCF modellen, resultatet bør ligeledes underbygges af andre værdiansættelsesmodeller vejledningen foreslår eksempelvis P/E modellen og kurs indre værdi.

Likviditetsstyring

I analysen af hvordan selskaber skaffer likviditet til betalingen af de løbende skatter i forbindelse med lagerbeskatningen er der opstillet følgende modeller, den konservative, låneoptagning, selvfinansiering samt stop profit og stop loss modeller. Disse modeller kan afgøre hvornår der skal sælges aktier for at betale skatten samt hvornår skatten bør betales. Af analysen kan det konkluderes, at den konservative model sikre at selskabet altid kan afregne skatten i forbindelsen med lagerbeskatningen. I de to øvrige modeller er der risiko for, at selskabet ikke kan betale selskabsskatten til tiden, til gengæld viser analysen af afkastet på modellerne låneoptagning og selvfinansiering, set i forhold til den konservative model, vil være højere såfremt afkastet overstiger lånerenten samt SKAT's rentetillæg.

En anden metode til at sikre likviditet til betaling af skat på aktieavancer, samt sikring mod uhensigtsmæssige tab er anvendelse af optioner samt beslutningstræer, som kan anvendes til stop profit og stop loss. Disse modeller sikre at der ikke betales uhensigtsmæssige skatter i forbindelse urealiserede aktieavancer, som efterfølgende viser sig ikke kan realiseres. Stop profit og stop loss modellerne kan således begrænse risikoen for at tab ikke kan anvendes, hvis der ikke er andre indtægter at modregne i.

Selskaberne bør vælge likviditetsmodel afhængigt af om selskabet vil være sikker på at kunne betale skatten til tiden, eller om selskabet kan acceptere, der er risiko for at skatten ikke kan betales. Hvis selskabet kan acceptere, der er risiko for at skatten ikke kan betales til tiden vil der til gengæld være mulighed for øget afkast på investeringen i forhold til den konservative model. Det er således virksomhedens risikoafvejning, der er afgørende for hvilken likviditets modeller der bør vælges.

17. Referencer

Bøger

Andersen, Ib. Den skinbarlige virkelighed – Vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne. 2. Udgave. Samfundslitteratur.

Andersen, Martin Villemoes & Sørensen, Thomasen. Kompendium Investering og finansiering, 2. Udgave. Complet A/S. 2004

Christensen, Michael & Pedersen, Frank. Aktie investering, 3. Udgave. Jurist- og Økonomforbundets forlag.

Elling, Jens O. & Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2.udgave. Gads forlag. 2005

Institut for Regnskab og Revision. Kompendium Køb og salg af virksomheder, R80, bind 1. Academic Books

Institut for Regnskab og Revision. Kompendium Køb og salg af virksomheder, R80, bind 2. Academic Books

Karup, Peter Wedel Ranch. Complet kompendium i Skatteret. Complet A/S

Pedersen, Susanne. Jeppesen, Inge Langhave. Kerzel, Kerzel. Winther-Sørensen, Niels. Siggaard, Kurt. Pedersen, Jan. Bundgaard, Jakob. Skatteretten 1. Thomson Reuters. 2009

Pedersen, Susanne. Jeppesen, Inge Langhave. Kerzel, Kerzel. Winther-Sørensen, Niels. Siggaard, Kurt. Pedersen, Jan. Bundgaard, Jakob. Skatteretten 2. Thomson Reuters. 2009

Thomson Reuters, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer – FSR. Ligningsvejledning Selskaber og aktionærer 2011-1. Thomson Reuters. 2011

Thomson Reuters, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer – FSR. Ligningsvejledning Kapitalafkast 2012. Thomson Reuters. 2012

Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/2012, 13. Udgave. Thomson Reuters.

Love og lovforeslag

Aktieavancebeskatningsloven

Lovforslag L 194 2010-11 ”lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, kursgevinstloven, ligningsloven og selskabsskatteloven. (vedtaget 27. maj 2011)

L 202: Betænkning over Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. (Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning m.v.). 18 Maj 2009.

LOV nr 624 af 14/06/2011. ov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, kursgevinstloven, lig-ningsloven og selskabsskatteloven

Konkursloven, LBK nr 217 af 15/03/2011

Aktieavancebeskatningsloven, LBK nr 796 af 20/06/2011

Selskabsloven, LBK nr 322 af 11/04/2011.

Publikationer

Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse – SKAT – ISBN: 978-87-7059-684-8 <http://www.skat.dk/skat.aspx?oId=1813084&vId=202463>

Revitax A/S. Revifaxen - Ny værdiansættelsesvejledning nr. 846. 28/9-2009.

Revitax A/S. Revifaxen – Skattelovsforslag i Forårspakke 2.0 nr. 825. 27/4-2009

Revitax A/S. Revifaxen - Acontoskat for selskaber nr. 992. 7/10-2011

Revitax A/S. Revifaxen - Skattelovsforslag i høring nr. 1014. 3/2-2012

Revitax A/S. Revifaxen - Beskatning af udbytte i omvendte ”juletræer” nr.824. 24. april 2009

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer - FSR. L 202 – 2. supplerende henvendelse vedr. L 202. 22. Maj 2009.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer – FSR. FSRs kommentarer til L 202 - Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love. (Harmonisering af selskabers aktie- og udbyttebeskatning m.v. 7. Maj 2009.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. L 202 – Supplerende spørgsmål. 13. Maj 2009.

Skattekommissionen. Lavere skat på arbejde Skattekommissionens forslag til skattereform. Finansministeriet Skattekommissionens Sekretariat. 2009

Skatteministeriet. Kommentar på henvendelse af 22. Maj 2009 fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR).

Skatteministeriet. Kommentar på henvendelse af 7. Maj 2009 fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR).

Skatteministeriet. Kommentar på henvendelse af 13. Maj 2009 fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR).

Harboe, Daniel Noe. Frandsen, Rico Raslow. Nye regler emper beskatningen på iværksætteraktier. 10. Juni 2011.

Skatteministeriet.Finanslov 2011: Skattefritagelse af iværksætteraktier
<http://www.skm.dk/publikationer/notater/8332.html>

Artikler

Amby, Christen. Værdiansættelse af porteføljeaktier i selskaber. SR-skat online SR.2011.0216

Skouby, Gitte. Dreyer, Jesper. De skattefri aktionærer betaler skatten! Advokatfirmaet GS Tax ApS/Homann. 15. April 2010.

Kursusmateriale

Kursus FSR 28. oktober 2010 ved Hans Jørgen Knudsen og Thomas Eskildsen – Værdiansættelse i Praksis

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer – FSR . Restriktive regler begrænser skattefrie iværksætteraktier. 4 april 2011

Hjemmesider

<http://www.srf.dk/hentned.htm>

Gianelli, Karsten. Ny værdiansættelsesvejledning fra SKAT (Skat og moms), <http://www.bdo.dk/nyheder/Pages/NyværdiansættelsesvejledningfraSKAT.aspx>

Q-Tax. L 194 vedtaget – Iværksætteraktier, <http://www.q-tax.dk/ivaerksaetteraktier.html>

Årsrapporter

Årsrapport GN Store Nord A/S 2011

Annual Reports Thrane & Thrane A/S 10/11

Årsrapport William Demant 2011.

Aktiekurser

<http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark>

18. Bilag

18.1. Bilag I

Investering via selskab (tkr.)	31.12 2010	31.12 2011	31.12 2012	31.12 2013	31.12 2014	31.12 2015	31.12 2016	31.12 2017	31.12 2018	31.12 2019	31.12 2020	31.12 2021	Afregning 31.12 2020
Investering	1.000	1.100	1.185	1.282	.386	1.499	1.621	1.752	1.894	2.048	1.685		2.211
Selskabsskat		0	-25	-21	-24	-26	-28	-30	-33	-36	-38	-41	-41
Udbytteskat af 28% provenue 0-48.300													-14
Udbytteskat 42% af provenue 48.300-1.210.838													-471
Startinvestering													-1.000
Fremtidsværdi i år 10 af selskabsskat			-29	-24	-27	-29	-30	-32	-34	-36	-38	-39	-321
Afkast efter skat minus startinvestering efter 10													685

Investering privat (tkr.)	31.12 2010	31.12 2011	31.12 2012	31.12 2013	31.12 2014	31.12 2015	31.12 2016	31.12 2017	31.12 2018	31.12 2019	31.12 2020	31.12 2021	Afregning 31.12 2020
Investering	1.000	1.100	1.210	1.331	1.464	1.611	1.772	1.949	2.144	2.358	1.931		2.594
Udbytteskat 28% af provenue 0-48.300		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		-14
Udbytteskat 42% af provenue 48.300-1.593.742													-649
Start investering													-1.000
Afkast efter skat minus start investering efter 10													931

Fremtidsværdien af selskabsskatte betalingerne i perioden:

$(25.000 \times 1,02^8) + (21.250 \times 1,02^7) + (24.313 \times 1,02^6) + (25.978 \times 1,02^5) + (28.160 \times 1,02^4) + (30.430 \times 1,02^3) + (32.905 \times 1,02^2) + (35.577 \times 1,02^1) + (38.467) + (40.630 \times 1,02^{-1}) = 321.360$ kr.

Skatten af lageravancen betales ultimo i året efter derfor betales der ikke skat 31.12.11 og den sidste skatte betaling betales 31.12.2021 og beregnes tilbage til 31.12.2020 ved at føre skattebetalingen 40.630 et år tilbage.

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Portefølje efter skat ved privat investering over 10 år (t.kr.)											
Investering\afkast	34,00%	34,10%	34,20%	34,30%	34,40%	34,50%	34,60%	34,70%	34,80%	34,90%	35,00%
5.000	30.389	30.535	30.683	30.831	30.980	31.129	31.279	31.430	31.582	31.733	31.886
10.000	60.632	60.926	61.221	61.517	61.815	62.113	62.414	62.715	63.018	63.322	63.628
15.000	90.876	91.316	91.759	92.204	92.650	93.089	93.549	94.001	94.455	94.911	95.369
20.000	121.120	121.708	122.298	122.890	123.485	124.082	124.683	125.286	125.892	126.500	127.110
25.000	151.364	152.098	152.836	153.576	154.320	155.067	155.818	156.571	157.328	158.088	158.852
30.000	181.608	182.489	183.374	184.263	185.155	186.052	186.952	187.857	188.765	189.677	190.593
35.000	211.852	212.880	213.912	214.949	215.990	217.036	218.086	219.141	220.202	221.266	222.335
40.000	242.095	243.270	244.450	245.635	246.825	248.020	249.221	250.427	251.638	252.855	254.076
45.000	272.340	273.661	274.988	276.322	277.661	279.005	280.356	281.712	283.075	284.443	285.818
50.000	302.583	304.051	305.527	307.008	308.496	309.990	311.491	312.998	314.511	316.032	317.559
55.000	332.827	334.443	336.065	337.694	339.331	340.974	342.625	344.283	345.948	347.621	349.300
60.000	363.071	364.833	366.603	368.380	370.166	371.959	373.760	375.568	377.385	379.209	381.042
65.000	393.315	395.224	397.141	399.067	401.001	402.943	404.894	406.854	408.822	410.798	412.783
70.000	423.559	425.615	427.679	429.753	431.836	433.928	436.029	438.139	440.258	442.387	444.525
75.000	453.803	455.005	458.217	460.439	462.671	464.912	467.163	469.424	471.695	473.976	476.266
80.000	484.047	486.396	488.756	491.126	493.506	495.897	498.298	500.710	503.132	505.564	508.007
85.000	514.290	516.787	519.294	521.812	524.341	526.881	529.432	531.995	534.568	537.153	539.749
90.000	544.534	547.177	549.832	552.498	555.176	557.866	560.576	563.280	566.005	568.742	571.490
95.000	574.778	577.568	580.370	583.185	586.011	588.850	591.702	594.565	597.442	600.330	603.232
100.000	605.022	607.959	610.908	613.871	616.846	619.835	622.836	625.851	628.878	631.919	634.973
105.000	635.266	638.349	641.447	644.557	647.681	650.819	653.971	657.136	660.315	663.508	666.715

Porteføljeværdi efter skat ved investering over 10 år i et selskab (t.kr.)											
Investering\afkast	34,00%	34,10%	34,20%	34,30%	34,40%	34,50%	34,60%	34,70%	34,80%	34,90%	35,00%
5.000	30.223	30.391	30.561	30.731	30.902	31.074	31.247	31.421	31.596	31.772	31.949
10.000	60.431	60.768	61.107	61.447	61.790	62.134	62.480	62.828	63.177	63.529	63.883
15.000	90.640	91.145	91.653	92.164	92.677	93.193	93.712	94.234	94.759	95.286	95.817
20.000	120.848	121.522	122.199	122.880	123.565	124.253	124.945	125.641	126.340	127.044	127.751
25.000	151.056	151.898	152.745	153.596	154.452	155.313	156.178	157.047	157.922	158.801	159.685
30.000	181.265	182.275	183.291	184.313	185.340	186.372	187.410	188.454	189.503	190.558	191.619
35.000	211.473	212.652	213.837	215.029	216.227	217.432	218.643	219.861	221.085	222.315	223.553
40.000	241.681	243.029	244.383	245.745	247.115	248.491	249.876	251.267	252.666	254.073	255.487
45.000	271.890	273.405	274.930	276.462	278.002	279.551	281.108	282.674	284.248	285.830	287.421
50.000	302.099	303.782	305.476	307.178	308.890	310.611	312.341	314.080	315.829	317.587	319.355
55.000	332.306	334.159	336.022	337.894	339.777	341.670	343.573	345.487	347.410	349.344	351.289
60.000	362.515	364.536	366.568	368.611	370.665	372.730	374.806	376.893	378.992	381.102	383.223
65.000	392.723	394.913	397.114	399.327	401.552	403.790	406.039	408.300	410.573	412.859	415.157
70.000	422.931	425.289	427.660	430.044	432.440	434.849	437.271	439.707	442.155	444.616	447.091
75.000	453.140	455.666	458.206	460.760	463.327	465.909	468.504	471.113	473.736	476.374	479.025
80.000	483.348	486.043	488.752	491.476	494.215	496.968	499.737	502.520	505.318	508.131	510.959
85.000	513.556	516.420	519.298	522.193	525.103	528.028	530.969	533.926	536.899	539.888	542.893
90.000	543.765	546.796	549.845	552.909	555.990	559.088	562.202	565.333	568.481	571.645	574.827
95.000	573.973	577.173	580.391	583.625	586.876	590.147	593.434	596.739	600.062	603.403	606.761
100.000	604.181	607.550	610.937	614.342	617.765	621.207	624.667	628.146	631.644	635.160	638.695
105.000	634.390	637.927	641.483	645.058	648.653	652.266	655.898	659.553	663.225	666.917	670.629

18.2. Bilag II**Resultatopgørelse**

	2014 kr.	2013 kr.	2012 kr.	2011 kr.	2010 kr.	2009 kr.
Nettoomsætning	40.000.000	30.000.000	25.000.000	20.000.000	17.000.000	15.000.000
Vareforbrug	-28.000.000	-20.000.000	-18.000.000	-14.000.000	-12.000.000	-10.500.000
Bruttofortjeneste	12.000.000	10.000.000	7.000.000	6.000.000	5.000.000	4.500.000
Distributionsomkostninger	-1.500.000	-1.000.000	-800.000	-700.000	-500.000	-500.000
Administrationsomkostninger	-5.100.000	-5.200.000	-4.300.000	-4.000.000	-3.500.000	-3.200.000
Resultat før afskrivninger	5.400.000	3.800.000	1.900.000	1.300.000	1.000.000	800.000
Afskrivninger	-400.000	-300.000	-200.000	-100.000	-100.000	-100.000
Resultat af primær drift	5.000.000	3.500.000	1.700.000	1.200.000	900.000	700.000
Finansielle indtægter	200.000	100.000	100.000	0	0	0
Finansielle omkostninger	-500.000	-500.000	-500.000	-400.000	-300.000	-300.000
Ordinært resultat før skat	4.700.000	3.100.000	1.300.000	800.000	600.000	400.000
Skat af årets resultat	-1.175.000	-775.000	-325.000	-200.000	-150.000	-100.000
ÅRETS RESULTAT	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000
Forslag til resultatdisponering						
Overføres til overført resultat	0	0	0	0	0	0
Udbytte for regnskabsåret	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000
Disponeret i alt	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000

Balance**Aktiver**

	2014 kr.	2013 kr.	2012 kr.	2011 kr.	2010 kr.	2009 kr.
Anlægsaktiver						

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Materielle anlægsaktiver

Indretning af lejede lokaler	300.000	200.000	100.000	100.000	200.000	300.000
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	1.000.000	500.000	400.000	300.000	400.000	500.000
	1.300.000	700.000	500.000	400.000	600.000	800.000

Finansielle anlægsaktiver

Deposita	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000

Anlægsaktiver i alt

1.600.000	1.000.000	800.000	700.000	900.000	1.100.000
-----------	-----------	---------	---------	---------	-----------

Omsætningsaktiver

Varebeholdninger

Varelager	5.000.000	4.500.000	3.000.000	2.500.000	2.300.000	2.000.000
	5.000.000	4.500.000	3.000.000	2.500.000	2.300.000	2.000.000

Tilgodehavender

Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	5.000.000	4.000.000	3.500.000	3.300.000	3.000.000	2.800.000
Periodeafgrænsningsposter	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Andre tilgodehavender	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
	5.350.000	4.350.000	3.850.000	3.650.000	3.350.000	3.150.000

Likvide beholdninger

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

Omsætningsaktiver i alt

10.350.000	8.850.000	6.850.000	6.150.000	5.650.000	5.150.000
------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

AKTIVER I ALT

11.950.000	9.850.000	7.650.000	6.850.000	6.550.000	6.250.000
------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Balance

Passiver

	2014 kr.	2013 kr.	2012 kr.	2011 kr.	2010 kr.	2009 kr.
Egenkapital						
Selskabskapital	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Overført resultat	0	0	0	0	0	0
	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Hensatte forpligtelser						
Hensættelse til udskudt skat	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Gældsforpligtelser						
Kortfristede gældsforpligtelser						
Gæld til pengeinstitutter	2.650.000	2.450.000	2.550.000	2.650.000	2.750.000	2.850.000
Leverandører af varer og tjenesteydelser	2.500.000	2.300.000	2.000.000	1.700.000	1.500.000	1.300.000
Selskabsskat	1.175.000	775.000	325.000	200.000	150.000	100.000
Anden gæld	1.000.000	900.000	700.000	600.000	600.000	600.000
Forslag til udbytte for regnskabsåret	3.525.000	2.325.000	975.000	600.000	450.000	300.000
	10.850.000	8.750.000	6.550.000	5.750.000	5.450.000	5.150.000
Gældsforpligtelser i alt	10.850.000	8.750.000	6.550.000	5.750.000	5.450.000	5.150.000
PASSIVER I ALT	11.950.000	9.850.000	7.650.000	6.850.000	6.550.000	6.250.000

Cash flow

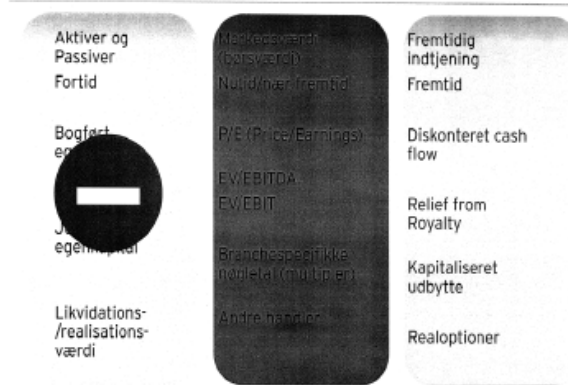
	2014 kr.	2013 kr.	2012 kr.
Resultat før skat	4.700.000	3.100.000	1.300.000
Afskrivninger	400.000	300.000	200.000
Betalt selskabsskat	-775.000	-325.000	-200.000
Ændring varelager	-500.000	-1.500.000	-500.000
Ændring tilgodehavender	-1.000.000	-500.000	-200.000
Ændring anden gæld	100.000	200.000	100.000
Ændring leverandører af vare og tjenesteydelser	200.000	300.000	300.000
Pengestrømme fra driftsaktivitet	3.125.000	1.575.000	1.000.000
Nettoinvesteringer	-1.000.000	-500.000	-300.000
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-1.000.000	-500.000	-300.000

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Betalt udbytte	-2.325.000	-975.000	-600.000
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-2.325.000	-975.000	-600.000
Ændring i likvider	-200.000	100.000	100.000
Likvidebeholdninger primo	-2.450.000	-2.550.000	-2.650.000
Likvidebeholdninger ultimo	-2.650.000	-2.450.000	-2.550.000

18.3. Bilag III

Værdiansættelsesmetoder



28. okt. 2010 Page 29 Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Multipelanalyse i praksis

Introduktion

Multipelanalyse kan udføres ved anvendelse af enten *børsmultipler* eller *transaktionsmultipler*

I. Børsmultipler

Ved værdiansættelse med børsmultipler identificeres en gruppe af børsnoterede selskaber, som opererer inden for et med selskabet beslægtet område. For hvert af de børsnoterede selskaber kan der beregnes en multipl (eller et forholdstal) på forskellige indtjeningsniveauer i resultatopgørelsen.

II. Transaktionsmultipler

Ved værdiansættelse med transaktionsmultipler identificeres afsluttede virksomhedshandlinger af selskaber, som opererer inden for et med selskabet beslægtet område. Transaktionsværdien anvendes derefter til beregning af multiplværdierne.

Multipler anvendes typisk som supplement til DCF-analysen, da DCF-analysen er den mest teoretisk korrekte metode, der tager udgangspunkt i fremtidig indtjening. For multipler er informationskravet mere begrænset, idet det senest afsluttede årsregnskab og de nødvendige forholdstal er tilstrækkelige.

28. okt. 2010 Page 32 Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Multipelanalyse i praksis

De 6 trin (Guide)

1. Analysér selskabet, og udvælg bruttoliste af potentielle sammenlignelige selskaber eller transaktioner
2. Udvælg hvilke typer multipler, der skal anvendes til værdiansættelsen
3. Identificér eventuelle støjkluder blandt sammenlignelige selskaber
4. Udvælg de mest sammenlignelige selskaber, og korriger beregnede multipler for forskelle i regnskabspraksis
5. Beregn multipler samt værdiindikation af selskabet
6. Korrektion af værdiindikation (præmier & rabatter)

28. okt. 2010 Page 33 Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Multipler

Årsager til forskelle

- Forskelle i regnskabsprincipper (højere multiple ved mere indtjeningsreducerende principper end peer-gruppe)
- Strategisk position (højere multiple end peer-gruppe ved bedre strategisk position end peer-gruppe)
- Track record for ledelse (højere multiple ved bedre track record)
- Kvalitet af indtjening (højere multiple ved bedre kvalitet)
- Forskelle i kapitalstruktur (højere multiple ved lavere gearing)

28. okt. 2010 Page 36 Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Multipler

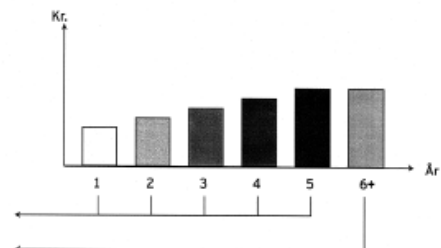
Eksempel på Price Earnings Metoden

	2007-2008			2008-2009			2009-2010			
Peer group										
Selskab A	15	19	5	1200	100	119	125	12.0	10.1	9.6
Selskab B	19	11	14	800	63	70	80	12.7	11.4	10.0
Selskab C	39	30	23	600	50	65	80	12.0	9.2	7.5
Gennemsnit	24	20	14					12.2	10.2	9.0
Efter discount (30%)								8.5	7.2	6.3
Vores virksomhed	44	29	13		49	63	71	49	63	71
Endeligt interval								421	454	447

421-454

Cash Flow Metoden

Udregning af egenkapitalværdi



PV Cash Flow

PV Terminalværdi

Værdi af aktiver (gældfri virksomhed) I terminalåret skal virksomheden have nået et stabilt leje

- MV Rentebærende gæld
+ MV Likvide midler

Egenkapitalværdi

28. okt. 2010 Page 37 Værdiansættelse i praksis

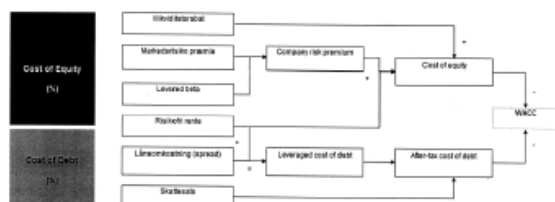
ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

28. okt. 2010 Page 40 Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Cash Flow Metoden

Udregning af diskonteringsrente (WACC)



Cash Flow Metoden

Beregning af diskonteringsrente

Rentebærende gæld		Egenkapital	
Lånerente	6%	Risikofri rente	4,0%
Skat	25%	Risikotillæg	
		Markedsrisiko	5,0%
		Selskabsrisiko (beta)	1,72 8,6%
Rente efter skat	4,5%	Afkastkrav	12,6%
50%		50%	
Vægtede kapitalomkostninger 8,55%			

28.okt. 2010

Page 42

Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

28.okt. 2010

Page 43

Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Cash Flow Metoden

Fastlæggelse af betalingsstrømme

Betalingsstrømme
Primært resultat (EBIT)
- selskabsskat (fra resultatopgørelsen)
+/- 25 % skat af nettoresultat
- Endring i udskudt skat
= Primært resultat efter justeret skat
+ Afskrivninger
= Gross cash flow
- Endring i omsætningskøbt varer (Liquide midler)
- Endring i kortfristet gæld (ex. Rentebærende gæld)
+/- Nettoinvestering (Løst. Anlæg)
= Free Cash flow (afleverer alle finansieringskilder)
- Endring i låneoptagelse
+/- Nettoresultat
+/- 25 % skat af nettoresultat (tilbageført)
- Likviditet til aktionærer
- Udbytte
- Endring i likvide midler

Cash Flow Metoden

Konsekvensberegninger

		Årlig omsætningsændring (%)		
EBITDA margin (%)	-2,00%	212	356	499
	0,00%	469	641	813
	+2,00%	725	926	1126

28.okt. 2010

Page 44

Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

28.okt. 2010

Page 45

Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

Cash Flow Metoden

Konsekvensberegninger

		Vægtet kapitalomkostning (%)		
Vækst i terminalperioden (%)	1,50%	724	807	906
	2,00%	724	807	906
	2,50%	724	807	906

28.okt. 2010

Page 46

Værdiansættelse i praksis

ERNST & YOUNG
Quality in Everything We Do

18.4. Bilag IV**Følsomhedsanalyse DCF-Beregning - Basis omsætning**

	2012	2013	2014
EBIT	1.700.000	3.500.000	5.000.000
+ Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger	200.000	300.000	400.000
- Betalt skat	-200.000	-325.000	-775.000
= Cash earnings	1.700.000	3.475.000	4.625.000
-/+ Ændring i arbejdskapital (Varebeholdning, tilgodehavende, driftslikviditet/gæld)	-300.000	-1.500.000	-1.200.000
= Pengestrøm fra drift	1.400.000	1.975.000	3.425.000
-/+ Anlægsinvestering/ frasal	-300.000	-500.000	-1.000.000
= Frie cashflow til långivere og ejere	1.100.000	1.475.000	2.425.000
-/+ Finansielle ind/udbetalinger efter skat	0	0	0
= Frie cashflow til ejere	1.100.000	1.475.000	2.425.000
- Udbytte	0	0	0
Frie Cash Flow	1.100.000	1.475.000	2.425.000
WACC	9%	10%	11%
Nutidsværdi Cash Flow	4.123.197	4.040.947	3.961.273
Nutidsterminal værdi	20.806.055	18.219.384	16.119.446
Enterprise Value	24.929.252	22.260.331	20.080.720
MV Rentebærende gæld	-2.550.000	-2.550.000	-2.550.000
MV Likvide midler	0	0	0
Egenkapitalværdi	22.379.252	19.710.331	17.530.720
T.kr.	22400	19700	17500

Følsomhedsanalyse DCF-Beregning			
Omsætning + 10%			
	2009	2010	2011
Frie Cash Flow	1.800.000	2.300.000	3.375.000
WACC	9%	10%	11%
Nutidsværdi Cash Flow	6.193.359,38 kr	6.072.877,54 kr	5.956.124,13 kr
Nutidsterminal værdi	28.956.880,50	25.356.874,53	22.434.281,02
Enterprise Value	35.150.239,88 kr	31.429.752,07 kr	28.390.405,15 kr
MV Rentebærende gæld			
MV Likvide midler	-1.583.333	-1.583.333	-1.583.333
Egenkapitalværdi	33.566.907	29.846.419	26.807.072
T.kr.	33.600	29.800	26.800
Følsomhedsanalyse DCF-Beregning			
Omsætning - 10%			
	2009	2010	2011
Frie Cash Flow	500.000	1.000.000	1.950.000
WACC	9%	10%	11%
Nutidsværdi Cash Flow	2.806.153,38 kr	2.746.055,60 kr	2.687.896,08 kr
Nutidsterminal værdi	16.730.642,07	14.650.638,62	12.962.029,03
Enterprise Value	19.536.795,44 kr	17.396.694,21 kr	15.649.925,11 kr
MV Rentebærende gæld			
MV Likvide midler	-3.516.667	-3.516.667	-3.516.667
Egenkapitalværdi	16.020.129	13.880.028	12.133.258
T.kr.	16.000	13.900	12.100

18.5. Bilag V

EVA Beregning

	2012	2013	2014
Ikke rentebærende gæld	4.000.000	6.300.000	8.200.000
Anlægsaktiver / driftsaktiver	7.650.000	9.850.000	11.950.000
Driftsaktiver- ikke rentebærende gæld (investeret kapital)	3.650.000	3.550.000	3.750.000
Resultat efter skat, men før renter NOPAT	1.375.000	2.725.000	3.825.000
Forrentning af investeret kapital	37,67%	76,76%	102,00%
Krav til forrentning af investeret kapital WACC	10,00%	10,00%	10,00%
Forventet resultat	365.000	355.000	375.000
EVA	1.010.000	2.370.000	3.450.000

Følsomhedsanalyse EVA Beregning

	+10 % omsætning		
	2012	2013	2014
Ikke rentebærende gæld	4.000.000	6.300.000	8.200.000
Anlægsaktiver / driftsaktiver	7.650.000	9.850.000	11.950.000
Driftsaktiver- ikke rentebærende gæld (investeret kapital)	3.650.000	3.550.000	3.750.000
Resultat efter skat, men før renter NOPAT	1.900.000	3.475.000	4.725.000
Forrentning af investeret kapital	52,05%	97,89%	126,00%
Krav til forrentning af investeret kapital WACC	10,00%	10,00%	10,00%
Forventet resultat	365.000	355.000	375.000
EVA	1.535.000	3.120.000	4.350.000

Følsomhedsanalyse EVA Beregning

	- 10 % omsætning		
	2012	2013	2014
Ikke rentebærende gæld	8.200.000	6.300.000	4.000.000
Anlægsaktiver / driftsaktiver	11.950.000	9.850.000	7.650.000
Driftsaktiver- ikke rentebærende gæld (investeret kapital)	3.750.000	3.550.000	3.650.000
Resultat efter skat, men før renter NOPAT	850.000	1.975.000	2.925.000
Forrentning af investeret kapital	22,67%	55,63%	80,14%
Krav til forrentning af investeret kapital WACC	10,00%	10,00%	10,00%
Forventet resultat	375.000	355.000	365.000
EVA	475.000	1.620.000	2.560.000

18.6. Bilag VI

Price earnings model	Markedsværdi 23. april 2012 jf. Børsen 24. april 2012	Resultat af primær drift			Price Earnings			Historisk P/E jf. Børsen
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	
<i>Peer Group</i>								
GN Store Nord	13.074.600.000	-23.000.000	2.569.000.000	1.256.000.000	-568	5	10	15,1
- indtægt voldgiftsag		0	-2.126.000.000	-731.000.000				
Jursteret GN Store Nord		0	443.000.000	525.000.000	-568	30	25	
William Demant Holding	31.129.700.000	1.341.000.000	1.654.000.000	1.942.000.000	23	19	16	26
		2008/2009	2009/2010	2010/2011				
Thrane & Thrane	2.425.900.000	125.000.000	114.000.000	194.000.000	19	21	13	18,1
Gennemsnit for peer group					-175	23	18	20
Gennemsnit for peer group hvor 2009 ikke medtages for GN Store Nord					21	23	18	20

Nedsalg i P/E hvor GN Store Nord ikke medtages for 2009				
25% nedsalg		16	17	13
37,5% nedsalg		13	15	11
50% nedsalg		13	12	9

Casevirksomhed	Resultat af primær drift		
	2009	2010	2011
Driftsselskabet A/S	300.000	450.000	600.000

Værdiansættelse ud fra gennemsnitlig P/E i peer group				P/E værdier 2009-2011			Historisk P/E jf. Børsen		
	2009	2010	2011	Værdier			Værdier		
Nedslag	Anvendt P/E	Anvendt P/E	Anvendt P/E	2009	2010	2011	2009	2010	2011
25% nedsalg	16	17	13	4.794.862	7.831.626	8.015.753	4.440.000	6.660.000	8.880.000
37,5% nedsalg	13	15	11	3.995.718	6.526.355	6.679.794	3.700.000	5.550.000	7.400.000
50% nedsalg	11	12	9	3.196.575	5.221.084	5.343.835	2.960.000	4.440.000	5.920.000

18.7. Bilag VII

Løsning 1 (tkr.)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Afregning
Selskab	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.12. 2019	31.12. 2020	31.12. 2021	i 2021
Investering	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000		5.000
Akk. Afkast primo			738	1.434	2.175	2.971	3.827	4.748	5.738	6.802	7.947		
Årets værdistigning		450	516	579	646	717	794	877	966	1.062	1.165		7.774
Årets udbytte		50	57	64	72	78	88	97	107	118	129		864
Årets udbytteskat 25%		-13	-14	-16	-18	-20	-22	-24	-27	-30	-32		-216
Nettoafkast		488	559	627	700	777	861	950	1.047	1.151	1.262		
Udbytteskat 25% modregnet som a/c skat			13	14	16	18	20	22	24	27	30	32	216
Selskabsskat			-125	-143	-161	-179	-199	-221	-244	-268	-295	-324	-2.160
Rente betaling til Driftsselskabet A/S				-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-16	-18	-110
Årets udbytte Driftsselskabet A/S		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250		2.500
Avance ved salg og opløsning af selskaber											2.000		2.000
Afkast efter skat		738	697	741	796	856	921	990	1.064	1.144	3.231		15.869
Udbytteskat 28% af 0-96.600													-27
Udbytteskat 42% af 96.600-x													-6.624
Nettoprovenu til Iværksætter Pedersen privat efter skat													9.217

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Løsning 2 (tkr.)	Ekstra ordinært udbytte	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Afregning
Selskab	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.12. 2019	31.12. 2020	2021	i 2021
Investering	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000		5.000
Akk. Afkast efter udbytte primo		-97	535	1.118	1.736	2.400	3.114	3.882	4.707	5.595	6.550		-97
Årets værdistigning		441	498	551	606	666	730	799	874	954	1.040		7.159
Årets udbytte		49	55	61	67	74	81	89	97	106	116		795
Årets udbytteskat 25%		-12	-14	-15	-17	-18	-20	-22	-24	-26	-29		-199
Nettoafkast		478	540	596	657	721	791	866	946	1.033	1.126		
Udbytteskat 25% modregnet som a/c skat			12	14	15	17	18	20	22	24	26	29	199
Selskabsskat			-123	-138	-153	-168	-185	-203	-222	-243	-265	-289	-1.988
Rente betaling til Driftsselskabet A/S				-7	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-16	-102
Årets udbytte Driftsselskabet A/S		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250		2.500
Avance ved salg og opløsning af selskaber											2.000		2.000
Afkast efter skat		728	679	715	761	811	865	922	984	1.051	3.123		
Udbetalt udbytte	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97		-966
Afkast efter udbetalt udbytte	-97	631	583	618	664	714	768	826	888	955	3.027		14.301
Udbytteskat 28% af 0-96.600													-27
Udbytteskat 42% af 96.600-x													-5.966
Nettoudbytte til B privat efter skat													8.308
Privat investering													
Bruttoudbytte	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97		1.063
Udbytteskat 28% af 0-96.600	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27		-298
Udbytteskat 42% af 96.600-x	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Nettoudbytte	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70		
Aktieværdi primo		70	146	229	321	421	531	651	783	928	1.086		
Årets værdistigning		6	13	21	29	38	48	59	71	84	98		465
Årets udbytte		1	2	2	3	4	5	7	8	9	11		52
Årets udbytteskat 42%		0	-1	-1	-1	-2	-2	-3	-3	-4	-5		-22
Afkast efter skat		7	14	22	31	40	51	62	75	89	104		
Investering før skat													1.260

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Skat 28% af 0-96.600 (bundgrænse er brugt en gang ved udbytte fra selskab)													0
Skat 42% af 96.600-x													-195
Investering efter skat													1.065
Nettoprovenu til Iværksætter Pedersen privat efter skat													9.373

Den mest optimale løsning

Optimeret løsning 2	Ekstra ordinært udbytte	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		Slutafregning
Selskab	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.12. 2019	31.12. 2020		i 2021
Investering	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000		5.000
Akk. Afkast efter udbytte primo		-97	536	1.120	1.740	2.408	3.127	3.901	4.735	5.633	6.600		-97
Årets værdistigning		441	498	551	607	667	731	801	876	957	1.044		7.173
Årets udbytte		49	55	61	67	74	81	89	97	106	116		797
Årets udbytteskat 25%		-12	-14	-15	-17	-19	-20	-22	-24	-27	-29		-199
Nettoafkast		478	538	597	657	722	792	868	949	1.037	1.131		
Udbytteskat 25% modregnet som a/c skat			12	14	15	17	19	20	22	24	27	29	199
Selskabsskat			-123	-138	-153	-169	-185	-203	-223	-243	-266	290	-1.993
Rente betaling til Driftsselskabet A/S				-7	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-16	-102
Årets udbytte Driftsselskabet A/S		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250		2.500
Avance ved salg og opløsning af selskaber											2.000		2.000
Afkast efter skat		728	679	715	761	811	866	924	987	1.054	3.127		
Udbetalt udbytte	-97	-96	-95	-94	-93	-92	-91	-90	-89	-88	-86		-915
Afkast efter udbetalt udbytte	-97	632	584	620	668	719	774	834	898	967	3.041		14.364
Udbytteskat 28% af 0-96.600													-27
Udbytteskat 42% af 96.600-x													-5.992
Nettoudbytte til B privat efter skat													8.344
Privat investering													

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Bruttoudbytte	97	96	95	94	93	92	91	90	89	88	86		1.012
Udbytteskat 28% af 0-96.600	-27	-27	-27	-26	-26	-26	-26	-25	-25	-25	-24		-283
Udbytteskat 42% af 96.600-x	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Nettoudbytte	70	69	69	68	67	67	66	65	64	63	62		
Aktieværdi primo		70	145	228	318	416	523	640	767	906	1.057		
Årets værdistigning		6	13	21	29	37	47	58	69	82	95		456
Årets udbytte		1	1	2	3	4	5	6	8	9	11		51
Årets udbytteskat 42%		0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-3	-3		-14
Afkast efter skat		7	14	22	31	40	51	62	75	88	103		
Investering før skat													1.221
Skat 28% af 0-96.600 er brugt ved en gang ved hævnning i selskab													0
Skat 42% af 96.600-x													-192
Investering efter skat													1.030
Nettoprovenu til Iværksætter Pedersen efter skat													9.374

Løsning 3	Ekstra ordinært udbytte	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Afregning
Selskab	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017	31.12. 2018	31.12. 2019	31.12. 2020	2021	i 2021
Investering	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000		5.000
Akk. Afkast efter udbytte primo		-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000		-5.000
Årets værdistigning		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Årets udbytte		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Årets udbytteskat 25%		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Nettoafkast		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Udbytteskat 25% modregnet som a/c skat			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rente betaling til Driftsselskabet A/S				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets udbytte Driftsselskabet A/S		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250		2.500
Avance ved salg og opløsning af											2.000		2.000

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

selskaber													
Afkast efter skat		250	250	250	250	250	250	250	250	250	2.250		
Udbetalt udbytte	-5.000	-250	-250	-250	-250	-250	-250	-250	-250	-250	-2.250		-4.500
Afkast efter udbetalt udbytte	-5.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Udbytteskat 28% af 0-96.600													0
Udbytteskat 42% af 96.600-x													0
Nettoudbytte til B privat efter skat													0
Privat investering													
Bruttoudbytte	5.000	250	250	250	250	250	250	250	250	250	2.250		9.500
Udbytteskat 28% af 0-96.600	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27		-298
Udbytteskat 42% af 96.600-x	-2.059	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-64	-904		-3.544
Nettoudbytte	2.914	159	159	159	159	159	159	159	159	159	1.319		
Aktieværdi primo		2.914	3.351	3.831	4.356	4.932	5.563	6.255	7.012	7.843	8.752		
Årets værdistigning		262	302	345	392	444	501	563	631	706	788		4.933
Årets udbytte		29	34	38	44	49	56	63	70	78	88		548
Årets udbytteskat 42%		-12	-14	-16	-18	-21	-23	-26	-29	-33	-37		-230
Afkast efter skat		279	321	367	417	472	533	599	672	751	838		
Investering før skat													10.909
Skat 28% af 0-96.600 er brugt ved en gang ved hævnning i selskab													-27
Skat 42% af 96.600-x													-2.031
Investering efter skat													8.851
Nettoprovenu til Iværksætter Pedersen privat efter skat													8.851

18.8. Bilag VIII

Ledelsens beretning – Koncernens hovedtal 2007-2011

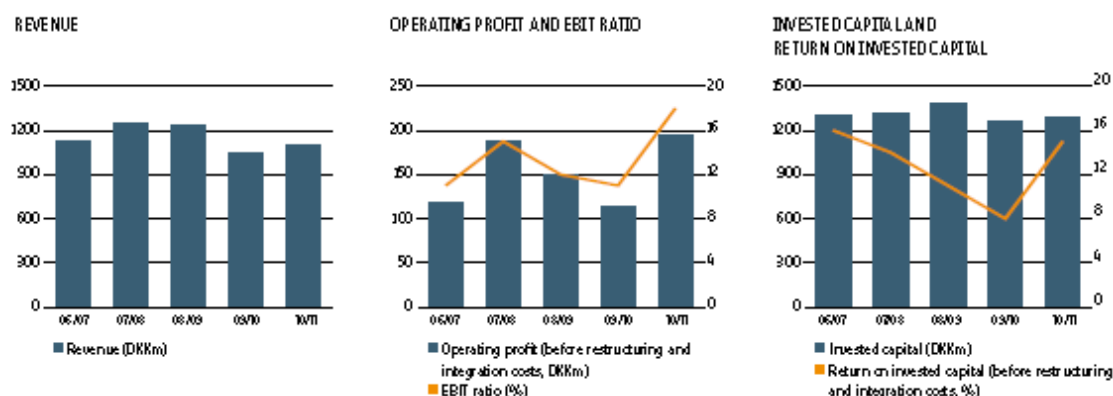
Koncernens hovedtal

(DKK mio.)	2007	2008	2009	2010	2011
Resultatopgørelse					
Nettoomsætning	5.981	5.624	4.729	5.145	5.564
Organisk vækst	(7)%	(2)%	(16)%	5 %	9%
Resultat af primær drift	230	34	(23)	2.569	1.256
Finansielle poster, netto	(66)	(117)	(71)	(33)	(28)
Årets resultat	(67)	(56)	(70)	1.855	865
Afholdte udviklingsomkostninger	(552)	(531)	(449)	(455)	(501)
EBITDA	500	268	182	2.736	1.475
EBITA	294	65	8	2.595	1.284
Balance					
Aktiekapital	833	833	833	833	833
Koncernens egenkapital	4.482	4.507	4.435	6.504	6.878
Moderselskabets egenkapital	5.358	5.361	5.349	5.254	4.653
Samlede aktiver	7.835	7.878	7.135	9.806	11.181
Nettoarbejdskapital	1.299	1.136	862	3.172	4.120
Nettorentebærende gæld*	1.516	1.592	1.029	960	1.269
Pengestrømme					
Pengestrømme fra driftsaktivitet	478	512	717	563	702
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	(661)	(607)	(151)	(367)	(486)
Heraf:					
Udviklingsprojekter	(311)	(328)	(259)	(234)	(265)
Køb af materielle aktiver	(154)	(133)	(50)	(95)	(82)
Pengestrømme fra drifts- og investeringsaktivitet i alt (frit cash flow)	(183)	(95)	566	196	216
Nøgletal					
Udbytteprocent**	0 %	0 %	0 %	15 %	16%
Bruttomargin	51 %	52 %	54 %	57 %	59%
EBITA-margin	4,9 %	1,2 %	0,2 %	50,4 %	23,1%
Afkast af investeret kapital inkl. goodwill (ROIC inkl. goodwill)*	5,3 %	1,2 %	0,2 %	43,0 %	16,5%
Egenkapitalens forrentning	(1,4) %	(1,2) %	(1,6) %	33,9 %	12,9%
Soliditetsgrad	57,2 %	57,2 %	62,2 %	66,3 %	61,5%
Nettorentebærende gæld (gennemsnit)/EBITDA	2,9	5,8	7,2	0,4	0,8
Nøgletal pr. aktie					
Resultat pr aktie (EPS)	(0,33)	(0,27)	(0,34)	9,15	4,31
Resultat pr. aktie, fuldt udvandet (EPS udvandet)	(0,33)	(0,27)	(0,34)	9,00	4,27
Pengestrømme fra driftsaktivitet pr. aktie	2,35	2,51	3,49	2,73	3,46
Pengestrømme fra drifts- og investeringsaktivitet pr. aktie	(0,90)	(0,47)	2,76	0,95	1,07
Udbytte pr. aktie á DKK 4 (Angivet i DKK)	-	-	-	0,19	0,27
Indre værdi pr. aktie á DKK 4	26	26	26	25	22
Børskurs ultimo året	40	10	28	51	48
Øvrige					
Antal ansatte, ultimo året	~4.675	~4.825	~4.150	~4.525	~4.675
Markedsværdi	8.141	2.037	5.704	10.336	9.634

* I beregningen er proformabalancen anvendt for 2006.

** Eksklusive TPSA

FINANCIAL HIGHLIGHTS AND KEY RATIOS



DKKm	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Revenue	1,121	1,253	1,235	1,051	1,093
Operating profit (before restructuring and integration costs)	118	188	150	114	194
Operating profit (EBIT)	78	63	125	114	194
Net profit for the year	45	22	85	59	134
Total assets, year end	1,848	1,748	1,716	1,665	1,696
Equity, year end	745	758	816	864	970
Invested capital, year end	1,307	1,318	1,376	1,265	1,287
Cash inflow from operating activities	151	209	198	302	264
Cash outflow from investing activities	(473)	(184)	(142)	(115)	(118)
Free cash flow (before acquisitions and financing)	22	26	84	187	146
Net cash inflow/(outflow) for the year	143	(153)	(1)	111	56
EBIT ratio *	10.5%	15.0%	12.1%	10.8%	17.8%
Return on invested capital*	15.7%	14.4%	11.4%	8.3%	15.4%
Development costs incurred	168	216	159	145	153
Development costs as % of revenue	15.0%	17.2%	12.9%	13.8%	14.0%
Equity ratio	40.3%	43.4%	47.6%	51.9%	57.2%
Net interest-bearing debts as % of equity	64.2%	60.3%	53.3%	31.7%	17.0%
Average number of employees	698	761	693	607	592
Earnings per share (EPS, DKK)	8.60	3.87	15.26	10.42	23.66
Cash flow from operating activities per share (DKK)	28.75	37.53	35.35	53.48	46.79
Free cash flow (before acquisitions and financing) per share (FCFPS, DKK)	4.26	4.61	14.99	33.16	25.84
Proposed dividend per share (DKK)	5.50	5.50	5.50	6.00	8.00
Net asset value per share (year end, DKK)	135.24	135.21	144.81	152.57	171.25
Share price (year end, DKK)	290.00	265.00	162.00	187.50	251.00
Share price / net asset value (year end)	2.14	1.96	1.12	1.23	1.47
Number of shares (1,000 shares, year end)	5,507	5,603	5,635	5,663	5,663

* The calculation uses operating profit before restructuring and integration costs.

4 | ANNUAL REPORT 2010/11 | FINANCIAL HIGHLIGHTS AND KEY RATIOS

Nøgletal William Demant 2011

HOVED- OG NØGLETAL – DKK

	2011	2010	2009	2008	2007
RESULTATPOSTER, DKK MIO.					
Nettoomsætning	8.041	6.892	5.701	5.374	5.488
Bruttoresultat	5.777	4.959	4.035	3.725	3.971
Forsknings- og udviklingsomkostninger	633	615	576	533	505
EBITDA	1.942	1.654	1.341	1.217	1.436
Afskrivninger m.v.	233	224	192	174	169
Resultat af primær drift (EBIT)	1.709	1.430	1.149	1.042	1.268
Finansielle poster, netto	-103	-116	-94	-139	-97
Resultat før skat	1.606	1.314	1.055	903	1.171
Årets resultat	1.199	988	795	682	895
BALANCEPOSTER, DKK MIO.					
Rentebærende balanceposter, netto	-1.548	-1.869	-1.575	-1.908	-1.800
Aktiver i alt	7.646	6.786	4.626	3.914	3.714
Egenkapital	3.304	2.443	1.302	532	426
ØVRIGE HOVEDTAL, DKK MIO.					
Investeringer i materielle aktiver, netto	382	251	181	196	166
Pengestrømme fra driftsaktiviteter (CFFO)	1.381	826	950	828	848
Frie pengestrømme	895	494	656	588	756
Antal medarbejdere (gennemsnitligt)	7.392	6.318	5.674	5.383	5.072
NØGLETAL					
Bruttomargin	71,8%	71,9%	70,8%	69,3%	72,4%
EBITDA-margin	24,2%	24,0%	23,5%	22,6%	26,2%
Overskudsgrad (EBIT-margin)	21,3%	20,7%	20,2%	19,4%	23,1%
Egenkapitalens forrentning	41,7%	49,5%	87,2%	162,9%	160,3%
Egenkapitalandel	43,2%	36,0%	28,1%	13,6%	11,5%
Resultat pr. aktie (EPS), DKK*	20,6	16,9	13,6	11,6	14,8
Pengestrømme fra driftsaktiviteter pr. aktie (CFPS), DKK*	23,7	14,1	16,3	14,1	14,0
Frie pengestrømme pr. aktie, DKK*	15,4	8,5	11,2	10,0	12,5
Udbytte pr. aktie, DKK*	0	0	0	0	0
Indreværdi pr. aktie, DKK*	56,7	41,9	22,3	9,2	7,2
Price earnings (P/E)	23	24	29	19	32
Børskurs pr. aktie, DKK*	478	414	393	218	471
Markedsværdi korregeret for egne aktier, DKK mio.	27.397	24.173	22.894	12.718	28.063
Gennemsnitligt antal aktier i omløb, mio.	58,24	58,35	58,31	58,77	60,62

De anførte nøgletal er beregnet i henhold til "Anbefalinger & Nøgletal 2010" fra Den Danske Finansanalytikerforening. Frie pengestrømme er beregnet som summen af pengestrømme fra drifts- (CFFO) og investeringsaktiviteter (CFFI) før køb af virksomheder. I forbindelse med opgørelsen af egenkapitalens forrentning er den gennemsnitlige egenkapital beregnet under hensyntagen til det løbende tilbagekøb af aktier.

*Pr. aktie a nominale DKK 1.

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

TIRSDAG DEN 24. APRIL 2012

Papirnavn	Sidste handel Kurs	Ændr.	Omsat høj Bud	Omsat lav Udbud	Omsat i styk	Markeds- værdi mio. kr.	Omsat 52 uger Høj	Kurs ult. 2011	Åfsk. i pct.	Seneste udbytte	Kurs/ ind. værdi	P/E Nst.
C20 AKTIER												
(fra noteringen mandag den 23. april 2012)												
A.P. Møller - Mærsk A	39.140	-660	39.980	39.100	652	86.021,9	50.700	30.120	35.840	9,2	1.000	0,89 11,3
A.P. Møller - Mærsk B	41.000	-640	41.720	40.880	5.650	90.109,8	52.400	31.620	37.920	8,1	1.000	0,93 11,9
Carlsberg B	476,10	-8,90	487	475,50	221.302	56.588,1	623	315,50	405	17,6	5,50	1,10 14,1
Chr. Hansen Holding	152,10	0,60	152,90	151,30	865.009	20.995,0	158,50	102,70	124,90	21,8	3,57	4,40 24,1
Coloplast B	974	-21	985,50	969,50	95.779	40.323,6	1.014	682,50	826	17,9	14	9,79 24,1
Danske Bank	89,75	-2,30	91,50	89,10	1.123.449	83.623,6	124,50	61,15	72,95	23,0	0	0,66 48,8
DSV	120,50	-3,10	124	119,80	1.366.002	22.895,0	134	90,50	103	17,0	1	4,24 15,9
FLSmidth & Co.	371,60	-13,30	383,20	370	538.330	19.769,1	479,90	255,20	337,50	10,1	9	2,23 13,9
GN Store Nord	62,75	-1,80	64,30	62,50	543.667	13.074,6	65,35	32,34	48,38	29,7	0,27	1,90 15,1
H. Lundbeck	112,50	-0,70	113,80	112,10	194.881	22.065,3	140,20	98,15	108	4,2	3,49	1,73 9,7
NKT Holding	252,10	-8,90	261	252	168.178	6.022,3	351	161,30	190,80	32,1	2	1,48 48,1
Nordes Bank	45,78	-2,85	48,85	45,72	1.863.797	185.284,1	61,20	37,60	44,06	3,9	1,86	0,95 9,5
Novo Nordisk B	842	-12	849,50	836	644.636	397.855,8	866,50	507	660	27,6	14	13,04 28,6
Novozymes B	158,90	0,30	159,50	157,10	406.893	43.102,6	180,90	135,20	177,30	-10,4	1,90	5,86 28,3
Sydbank	96,65	-0,25	99	96,65	396.072	7.176,3	147	86,55	90,10	7,3	0	0,68 34,7
TDC	39,08	0,08	39,75	38,62	1.918.028	32.241,0	48,97	38,37	46,06	-15,2	4,35	1,45 11,5
Topdanmark	966	-11,50	976	965	31.523	14.321,8	999,50	750	895	7,9	0	3,14 14,0
Tryg	312,90	-4,10	316,40	310,70	57.092	19.185,8	326,50	228	319	-1,9	6,52	2,36 18,7
Vestas Wind Systems	51,35	-2,70	54	51,25	1.696.032	10.460,2	182,10	47,83	62	-17,2	0	0,55 neg.
William Demant Hld.	533,50	-17	539,50	523,50	71.631	31.129,7	558	351,50	477,60	11,7	0	9,43 26,0
LARGE CAP												
Carlsberg A	506,50	-9,50	511,50	505	72	17.068,7	635	335	416,70	21,6	5,50	1,17 15,0
DiS Norden	152,40	-3,70	156	151,70	64.486	6.553,2	191,80	130,50	134,50	13,3	4	0,61 13,9
G4S	25,57	-0,59	26,20	25,56	191.968	35.910,6	26,25	18,33	24,02	6,5	0,63	2,81 23,2
Jyske Bank	174	-2,40	177	173,60	53.439	12.402,7	259,50	126,10	141	23,4	0	0,83 25,3
Kbh. Lufthavn	2.025	-19	2.053	2.025	254	15.892,3	2.300	1.550	1.755	15,4	96,31	5,45 21,0
Pandora	63	-2,80	65,80	63	245.588	8.199,0	261	34,30	54	16,7	5,50	1,52 4,0
Rockwool Int. A	527	-13	530	527	46	5.919,1	719,50	430	462	14,1	9,60	1,34 18,1
Rockwool Int. B	525	-15,50	548,50	524	10.133	5.640,2	705	419,90	460,80	13,9	9,60	1,34 18,0
MID CAP												
ALK-Abellø B	430	4,50	435	422	8.833	3.959,3	436	265	321	34,0	5	2,01 21,8
Alm. Brand	11	-0,20	11,30	10,90	57.916	1.908,5	13,40	6,35	8,15	35,0	0	0,47 neg.
Ambu B	148	-	147,50	149	-	1.508,4	160	117	144	2,8	2	3,04 25,5
Auriga Ind. B	72,50	-1,50	74,50	72	25.285	1.305,0	97	67	74,50	-2,7	0	0,97 neg.
Bang & Olufsen	69	-1,50	70	68,50	17.122	2.500,8	80	44,50	54	27,8	0	1,63 89,3
BankNordik	75,50	-2,50	78	75,50	348	755,0	130	61	80	-5,4	0	0,39 23,8
Bavarian Nordic	48,40	-1,10	49,90	47,20	23.029	1.263,0	96,94	35,20	38,40	20,0	0	1,05 neg.
Danske Andelskasse	16	-0,70	16,50	15,10	4.227	881,0	-	-	19,50	-17,9	0	0,54 neg.
DFDS	328	3	328	321	808	4.872,8	449,50	315	355	-7,6	14	0,71 6,7
Flügger B	345	-10	360	345	56	831,2	460	275	315	9,5	15	1,30 16,3
FormueEvolution I	6.000	-	5.690	6.200	-	250,0	7.600	4.500	5.000	20,0	0	0,93 neg.
Formuepleje Epikur	392	-1	392	391	1.790	2.152,8	408	286	356,50	10,0	0	2,31 22,6
Formuepleje Pareto	293,50	-	292	297	-	1.398,5	300	238	280	4,8	0	1,66 28,7
Formuepleje Penta	169	-2	170	169	11.315	2.736,0	176	116,50	155	9,0	0	2,20 15,0
Formuepleje Safe	174	-2,50	177	174	1.026	4.350,0	180	120	164	6,1	0	1,84 21,0
Genmab	45,40	-0,05	45,84	45,01	31.224	2.038,8	55,55	23,23	37,60	20,7	0	1,19 neg.
Greentech E-Sys	12,30	-0,10	12,40	12,10	14.295	1.312,0	22,50	12	18	-31,7	0	0,73 14,6
IC Companies	119	-2	121	118	21.478	2.016,2	244	98	102,50	14,1	4,50	2,73 8,3
Jeudan	425	-	435	420	1.963	4.499,2	464	365	380	11,8	11	1,12 neg.
NeuroSearch	10,50	-0,20	11	10,10	15.048	257,8	58	9,75	17,70	-40,7	0	0,80 neg.
Per Aarsleff B	437,50	2,50	438	425	296	931,9	479	320	402	8,8	4,80	0,67 10,1
Ringsjæbning Landbo	690	-1	702	690	1.019	3.477,6	711	528	579	19,2	13	1,40 12,2
Royal UNIBREW	405	-2,50	407	400,50	14.325	4.530,5	413	252	321,50	26,0	17	3,46 13,0
SAS	7	-0,10	7,10	6,95	70.165	2.303,0	18,40	6,10	6,35	10,2	0	0,22 neg.
Schouw & Co.	126	-0,50	128,50	126	11.722	3.213,0	150	89,50	92,50	36,2	4	0,77 neg.
SinCorp	1.015	-10	1.020	1.003	11.695	4.669,0	1.061	749	877	15,7	30	7,53 18,5
Solar B	295	-2,50	295	287,50	19.310	2.071,1	489	185,50	230	28,3	5,20	1,11 25,7
Spar Nord Bank	23,10	-0,10	23,40	23,10	806.588	2.636,6	38,55	22,35	22,63	2,1	0	0,48 9,6
Thranse & Thranse	427	-3	430,50	425,50	24.576	2.425,9	445	194	256	66,8	8	2,50 18,1
Tivoli	3.150	-19	3.190	3.150	26	1.800,7	3.339	2.703	2.980	5,7	10,71	2,98 73,5
UJE	865	-5	870	831	1.913	4.449,0	871	570	710	21,8	1	1,83 13,3
U.P.	44	-	44	44	6.534	9.157,9	45,50	28	34	29,4	1,25	2,62 14,0
Zelander Pharma	91	5	93	87	18.284	2.110,6	89	37,50	57	59,6	0	4,78 157,8
Ø.K.	156,50	-1,50	158,50	154	10.246	1.932,5	172,50	105	118,50	32,1	5	0,72 11,9
Øssur	8,90	0,15	8,90	8,75	12.998	4.038,4	9,15	7,50	8,55	4,1	0	2,07 21,4
SMALL CAP												
Afftech	0,19	0,01	0,19	0,18	61.488	92,7	0,41	0,12	0,21	-9,5	0	2,10 neg.
Alm. Brand Formue B	79,50	-1,50	79,50	79,50	1.355	223,0	86	62,50	65	22,3	0	0,96 neg.
Andersen & Martin B	52	-	52	52	100	105,3	52	35,50	38	26,8	0	1,26 79,1
Arkil Holding B	410	-	400	420	-	176,2	579	355	390	5,1	0	0,32 42,3
Asgaard Group	95	-	94	98	-	125,4	117	80	101	-5,9	0	0,82 neg.
Atlantic Airways	113	-	112,50	118	-	117,0	126	96	100	13,0	6,76	0,47 5,2
Atlantic Petroleum	165,50	0,50	168	165,50	474	434,7	211	106,50	157	5,4	0	0,98 6,5
Berlin III B	1,03	0,01	1,03	1,03	20.000	270,4	1,04	0,58	1	3,0	0	0,93 neg.
Berlin IV B	1,08	0,03	1,08	1,03	110.000	291,6	1,09	0,48	0,82	31,7	0	0,74 1,8
BioPorto	5,20	0,05	5,20	5,10	8.415	234,8	8,95	3,75	7,05	24,3	0	0,80 neg.
Delong	50	-	49	50	-	-	-	-	-	-	-	-
Dilla Bank	45,90	-	42,20	44	-	-	-	-	-	-	-	-
Djurslands Bank	133	2	133	132,50	150	3	-	-	-	-	-	-
DK Trends Invest	70	-	64,50	72	-	-	-	-	-	-	-	-
DLH B	6,50	-0,10	6,60	6,30	9.121	3	-	-	-	-	-	-
Egetapper B	1,175	-	1,103	1,185	-	-	-	-	-	-	-	-
Ernia	6,25	0,25	6,30	6,25	710	-	-	-	-	-	-	-
Euroinvestor.com	11,60	-0,50	13	11,60	6.308	2	-	-	-	-	-	-
Exigon	12,60	-0,40	13,10	12,40	21.122	44	-	-	-	-	-	-
Expedi B	295	-	295	310	-	-	-	-	-	-	-	-
F.E.Bonding B	500	-	475	500	-	-	-	-	-	-	-	-
Fird Farms	46,50	0,40	46,50	46,50	100	21	-	-	-	-	-	-
FormueEvolution II	395	-	390	400	-	-	-	-	-	-	-	-
Formuepleje Limitellus	132	-	129	131,50	-	-	-	-	-	-	-	-
Formuepleje Merkur	225,50	-	224	228,50	-	-	-	-	-	-	-	-
Formuepleje Optimum	119,50	-	116,50	119	-	-	-	-				

18.9. Bilag IX

Baseret på budgettal i stede for historiske resultater			
Beregning af goodwill jf. TSS Cikurlære 2000-10	2014	2013	2012
Vægtning	3	2	1
Årets resultat	3.525.000	2.325.000	975.000
Renteindtægter	-200.000	-100.000	-100.000
Renteudgifter	500.000	500.000	500.000
Reguleret resultat	3.825.000	2.725.000	1.375.000
Vægtet resultat	1.912.500	908.333	229.167
Vægtet resultat 2009-2011	3.050.000	Egenkapital Total værdi	
Udviklingstendens 2009-2011	1.225.000		
Grundlag efter udviklingstendens	4.275.000		
Forrentning af driftsaktiver 5% (2%+tillæg 3%)	-597.500		
Grundlag efter forrentning af aktiver	3.677.500		
Kapitaliseringsfaktor 3,55 ved 10 år (2%+tillæg 8%)	13.055.125		
<i>Kapitaliseringsfaktor 2,04 ved 5 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>7.502.100</i>	<i>1.000.000</i>	<i>8.502.100</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 4,68 ved 15 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>17.210.700</i>	<i>1.000.000</i>	<i>18.210.700</i>
<i>Kapitaliseringsfaktor 5,53 ved 20 år (2%+tillæg 8%)</i>	<i>20.336.575</i>	<i>1.000.000</i>	<i>21.336.575</i>

18.10. Bilag X

Kilde til nedenstående formler bogen ”Aktie investering Teori og praktisk anvendelse” side 60 til 65.

Eksempel scenario 11:

Procentvis fordeling af investering							
Senario	APM	NN	DB	VW	TD	Forventet afkast	Risiko
11	1%	87%	1%	10%	1%	6,185	3,482707

Novo Nordisk				Vestas Wind Systems			
Afkast	Sandsynlighed	Forventet afkast i %	Risiko	Sandsynlighed	Forventet afkast i %	Risiko	
-5	10%	-0,5	14,4	30%	-1,5	10,8	
0	10%	0	4,9	30%	0	0,3	
5	10%	0,5	0,4	30%	1,5	4,8	
10	70%	7	6,3	10%	1	8,1	
Total	100%	7	5,1	100%	1	4,9	

Forventet afkast Novo Nordisk:

$$10\% \times -5 + 10\% \times 0 + 10\% \times 5 + 70\% \times 10 = 7$$

Risiko Novo Nordisk:

$$\sqrt{(10\% \times (-5-7)^2 + 10\% \times (0-7)^2 + 10\% \times (5-7)^2 + 70\% \times (10-7)^2)} = 5,1$$

Forventet afkast scenario 11

$$(1\% \times -2) + (87\% \times 7) + (1\% \times 2,5) + (10\% \times 1) + (1\% \times -1) = 6,185$$

Kovarians mellem Novo Nordisk og Vestas Wind Systems:

$$((10\% + 30\%)/2 \times (-5-7) \times (-5-1)) + ((10\% + 30\%)/2 \times (0-7) \times (0-1)) + ((10\% + 30\%)/2 \times (5-7) \times (5-1)) + ((70\% + 10\%)/2 \times (10-7) \times (10-1)) = 25$$

Kovarians beregnet på alle kombinationer af de fem aktier:

APM/NN	APM/DB	APM/VW	APM/TD	NN/DB	NN/VW	NN/TD	DB/VW	DB/TD	VW/TD
26	31,125	25	25	31,125	25	25	30,125	30,125	24

Risiko for scenario 11 kan dermed beregnes på denne måde:

$$\sqrt{1\%^2 \times 5,1^2 + 87\%^2 \times 5,1 + 1\%^2 \times 6,0 + 10\%^2 \times 4,9 + 1\%^2 \times 4,9 + 2 \times 1\% \times 87\% \times 26 + 2 \times 1\% \times 1\% \times 31,125 + 2 \times 1\% \times 10\% \times 25 + 2 \times 1\% \times 1\% \times 25 + 2 \times 87\% \times 1\% \times 31,125 + 2 \times 87\% \times 10\% \times 25 + 2 \times 87\% \times 1\% \times 25 + 2 \times 1\% \times 10\% \times 30,125 + 2 \times 1\% \times 1\% \times 30,125 + 2 \times 10\% \times 1\% \times 24} = 3,482707$$

18.11. Bilag XI

Investering den konservative model						
Investering 10.000.000 kr.		Scenario				
A.P. Møller - Mærsk B		2	3	4	11	12
Priovenue efter skat primo 01.01.2012		0%	0%	0%	1%	10%
31.12.2011	37.920,00	0,00	0,00	0,00	37.920,00	948.000,00
21.11.2011	34.120,00	0,00	0,00	0,00	34.120,00	853.000,00
Primo 01.05.2011	51.000,00				88.790,23	1.314.509,76
30.04.2011	51.000,00	0,00	0,00	0,00	102.000,00	1.326.000,00
21.03.2011	50.800,00	0,00	0,00	0,00	101.600,00	1.320.800,00
22.11.2010	47.850,00	0,00	0,00	0,00	95.700,00	1.244.100,00
Primo 01.05.2010	46.570,00				125.343,09	1.237.307,90
30.04.2010	46.570,00	0,00	0,00	0,00	139.710,00	1.397.100,00
22.03.2010	42.220,00	0,00	0,00	0,00	126.660,00	1.266.600,00
30.04.2009 køb	33.100,00	0,00	0,00	0,00	99.300,00	993.000,00
30.04.2009	33.100,00	0,00	0,00	0,00	99.800,00	998.000,00
Stk. 30.04.2009		0	0	0	3,00	30,00
Stk. 01.05.2010					2,00	26,00
Stk. 01.05.2011					1,00	25,00
Novo Nordisk		100%	0%	0%	87%	30%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012		20.179.011,20	0,00	0,00	18.199.672,55	6.598.145,40
31.12.2011	660,00	20.357.700,00	0,00	0,00	18.211.380,00	6.582.180,00
21.11.2011	610,00	18.815.450,00	0,00	0,00	16.831.730,00	6.083.530,00
Primo 01.05.2011	636,50	19.633.304,21	0,00	0,00	17.563.213,91	6.348.351,28
30.04.2011	636,50	21.247.006,50	0,00	0,00	18.712.463,50	6.382.822,00
21.03.2011	648,50	21.647.578,50	0,00	0,00	19.065.251,50	6.503.158,00
22.11.2010	572,50	19.110.622,50	0,00	0,00	16.830.927,50	5.741.030,00
Primo 01.05.2010	443,70	14.811.503,85	0,00	0,00	13.044.762,04	4.449.686,99
30.04.2010	443,70	16.430.654,70	0,00	0,00	14.294.682,90	4.929.063,30
22.03.2010	425,00	15.738.175,00	0,00	0,00	13.692.225,00	4.721.325,00
30.04.2009 køb	269,50	9.979.854,50			8.682.481,50	2.993.875,50
30.04.2009	269,50	9.980.000,00	0,00	0,00	8.682.600,00	2.994.000,00
Stk. 30.04.2009		37.031,00	0,00	0,00	32.217,00	11.109,00
Stk. 01.05.2010		33.381,00	0,00	0,00	29.399,00	10.028,00
Stk. 01.05.2011		30.845,00	0,00	0,00	27.593,00	9.973,00
Danske Bank		0%	100%	0%	1%	30%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012			9.899.172,30		100.682,33	3.238.385,75
31.12.2011	72,95	0,00	9.918.500,85	0,00	100.816,90	3.222.420,35
21.11.2011	73,95	0,00	10.054.463,85	0,00	102.198,90	3.266.593,35
Primo 01.05.2011	121,00	0,00	16.451.609,00		167.322,23	5.344.947,28
30.04.2011	121,00	0,00	16.471.609,00	0,00	180.532,00	5.379.418,00
21.03.2011	117,00	0,00	15.927.093,00	0,00	174.564,00	5.201.586,00
22.11.2010	147,90	0,00	20.133.479,10	0,00	220.666,80	6.575.338,20
Primo 01.05.2010	147,30	0,00	20.051.815,40		219.840,09	6.548.748,59
30.04.2010	147,30	0,00	23.427.033,90	0,00	234.207,00	7.028.124,90
22.03.2010	134,70	0,00	21.423.092,10	0,00	214.173,00	6.426.941,10
30.04.2009 køb	62,75		9.979.948,25		99.772,50	2.993.990,75
30.04.2009	62,75	0,00	9.980.000,00	0,00	99.800,00	2.994.000,00

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Stk. 30.04.2009		0,00	159.043,00	0,00	1.590,00	47.713,00
Stk. 01.05.2010		0,00	136.129,00		1.492,00	44.458,00
Stk. 01.05.2011		0,00	135.963,00		1.382,00	44.173,00
Vestas Wind Systems		0%	0%	100%	10%	20%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012				1.635.475,59	93.328,32	277.863,60
31.12.2011	62,00	0,00	0,00	1.655.028,00	94.674,00	267.220,00
21.11.2011	72,50	0,00	0,00	1.935.315,00	110.707,50	312.475,00
Primo 01.05.2011	178,80			4.772.942,80	273.063,15	770.712,72
30.04.2011	178,80	0,00	0,00	4.792.912,80	405.160,80	793.693,20
21.03.2011	200,10	0,00	0,00	5.363.880,60	453.426,60	888.243,90
22.11.2010	169,20	0,00	0,00	4.535.575,20	383.407,20	751.078,80
Primo 01.05.2010	342,20			9.173.120,80	775.480,14	1.519.056,39
30.04.2010	342,20	0,00	0,00	9.192.860,80	919.149,20	1.838.640,60
22.03.2010	284,20	0,00	0,00	7.634.748,80	763.361,20	1.527.006,60
30.04.2009 køb	371,50			9.979.976,00	997.849,00	1.996.069,50
30.04.2009	371,50	0,00	0,00	9.980.000,00	998.000,00	1.996.000,00
Stk. 30.04.2009		0,00	0,00	26.864,00	2.686,00	5.373,00
Stk. 01.05.2010				26.806,00	2.266,00	4.439,00
Stk. 01.05.2011				26.694,00	1.527,00	4.310,00
Top Danmark		0%	0%	0%	1%	10%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012					116.215,43	1.275.326,80
31.12.2011	895,00	0,00	0,00	0,00	116.350,00	1.270.005,00
21.11.2011	893,00	0,00	0,00	0,00	116.090,00	1.267.167,00
Primo 01.05.2011	925,00				120.915,23	1.313.109,76
30.04.2011	925,00	0,00	0,00	0,00	134.125,00	1.324.600,00
21.03.2011	860,00	0,00	0,00	0,00	124.700,00	1.231.520,00
22.11.2010	686,50	0,00	0,00	0,00	99.542,50	983.068,00
Primo 01.05.2010	693,50				100.754,09	993.498,40
30.04.2010	693,50	0,00	0,00	0,00	115.121,00	1.153.290,50
22.03.2010	694,00	0,00	0,00	0,00	115.204,00	1.154.122,00
30.04.2009 køb	600				99.600,00	997.800,00
30.04.2009	600	0,00	0,00	0,00	99.800,00	998.000,00
Stk. 30.04.2009		0,00	0,00	0,00	166,00	1.663,00
Stk. 01.05.2010					145,00	1.432,00
Stk. 01.05.2011					130,00	1.419,00
Total						
31.12.2011		20.357.700,00	9.918.500,85	1.655.028,00	18.561.140,90	12.289.825,35
21.11.2011		18.815.450,00	10.054.463,85	1.935.315,00	17.194.846,40	11.782.765,35
01.05.2011		19.633.304,21	16.451.609,00	4.772.942,80	18.213.304,76	15.091.630,79
30.04.2011		21.247.006,50	16.471.609,00	4.792.912,80	19.534.281,30	15.206.533,20
21.03.2011		21.647.578,50	15.927.093,00	5.363.880,60	19.919.542,10	15.145.307,90
22.11.2010		19.110.622,50	20.133.479,10	4.535.575,20	17.630.244,00	15.294.615,00
01.05.2010		14.811.503,85	20.051.815,40	9.173.120,80	14.266.179,46	14.748.298,26
30.04.2010		16.430.654,70	23.427.033,90	9.192.860,80	15.702.870,10	16.346.219,30
22.03.2010		15.738.175,00	21.423.092,10	7.634.748,80	14.911.623,20	15.095.994,70
30.04.2009		9.979.854,50	9.979.948,25	9.979.976,00	9.979.003,00	9.980.000,00
Forventet afkast		7%	2,50%	1%	6,185%	2,75%

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

30.04.2009 aconto rate 1 2010	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2009 aconto rate 2 2010	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2010 selskabsskat 2010 bliver indbetalt frivilligt 20. november 2010	-1.612.700	-3.361.771	0	-1.430.967	-1.591.555
30.04.2010 modregning 1. og 2. rate 2010	20.000	20.000	0	20.000	20.000
30.04.2010 godtgørelse 1. rate 2010	40	40	40	40	40
30.04.2010 godtgørelse 2. rate 2010	-6.491	-13.487	-40	-5.764	-6.406
30.04.2010 restskattetillæg 2010 selskabsskat betales 20. november 2010	0	0	0	0	0
30.04.2010 procenttillæg overskydende skat 2010	0	0	260	0	0
30.04.2010 aconto rate 1 2011	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2010 aconto rate 2 2011	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2011 selskabsskat 2011 bliver indbetalt frivilligt 20. november 2011	-1.608.876	0	0	-1.317.025	-114.559
30.04.2011 modregning 1. og 2. rate 2011	20.000	0	0	20.000	20.000
30.04.2011 godtgørelse 1. rate 2011	30	30	30	30	30
30.04.2011 godtgørelse 2. rate 2011	-4.857	-30		-3.981	-374
30.04.2011 restskattetillæg 2011 selskabsskat betales 20. november 2011	0	0	0	0	0
30.04.2011 procenttillæg overskydende skat 2011	0	260	260	0	0
30.04.2011 aconto rate 1 2012	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2011 aconto rate 2 2012	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2012 selskabsskat 2012 bliver indbetalt frivilligt 20. marts 2012	-181.099	0	0	-86.959	0
30.04.2012 modregning 1. og 2. rate 2012	20.000	0	0	20.000	0
30.04.2012 godtgørelse 1. rate 2012	1.529	80	80	776	80
30.04.2012 godtgørelse 2. rate 2012	-80	-80	-80	-80	-80
30.04.2012 restskattetillæg 2012 selskabsskat betales 20. november 2013	0	0	0	0	0
30.04.2012 procenttillæg overskydende skat 2011	0	260	260	0	260
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2009	146	52	24	997	5.264
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2010	354	14	108	32.949	27.273
30.04.2010 procenttillæg overskydende skat 2010	0	0	260	0	0
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2011	462	346	316	38.861	40.680
30.04.2011 procenttillæg overskydende skat 2011	0	260	260	0	0
30.04.2012 procenttillæg overskydende skat 2011	0	260	260	0	260
Investering	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Afkast	13.591.515	3.274.131	-8.365.075	11.391.615	4.055.867
Betalt skat	-3.402.675	-3.361.771	0	-2.834.951	-1.706.114
Godtgørelse	-9.829	-13.187	550	-8.979	-6.710
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	20.179.011	9.899.172	1.635.476	18.547.684	12.343.043
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	0	260	260	0	260
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	0	20.000	20.000	0	20.000
Priovenue efter skat primo 20.11.2013	20.179.011	9.919.432	1.655.736	18.547.684	12.363.303

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Hvis ikke underskud kan modregnes i andre indtægter eller sambeskatning						
Afkast før skat i procent for 975 dage		136%	33%	-84%	114%	41%
Afkast efter skat i procent for 975 dage		102%	-1%	-84%	85%	23%
Gennemsnitlig afkast p.a. før skat		51%	12%	-31%	43%	15%
Gennemsnitlig afkast p.a. efter skat		38%	0%	-31%	32%	9%
Hvis underskud kan modregnes i andre indtægter eller sambeskatning						
Afkast før skat i procent for 975 dage		136%	33%	-84%	114%	41%
Afkast efter skat i procent for 975 dage		102%	24%	-63%	85%	30%
Gennemsnitlig afkast p.a. før skat		51%	12%	-31%	43%	15%
Gennemsnitlig afkast p.a. efter skat		38%	9%	-24%	32%	11%
Indkomstår		Indkomst	Indkomst	Indkomst	Indkomst	Indkomst
2010		6.450.800,20	13.447.085,65	-787.115,20	5.723.867,10	6.366.219,30
2011		6.435.502,65	-3.580.206,40	-4.380.208,00	5.268.101,84	458.234,94
2012		724.395,79	-6.533.108,15	-3.117.914,80	347.836,14	-2.801.805,44
		13.610.698,64	3.333.771,10	-8.285.238,00	11.339.805,08	4.022.648,81
Skat						
2010		1.612.700	3.361.771	0	1.430.967	1.591.555
2011		1.608.876	0	0	1.317.025	114.559
2012		181.099	0	0	86.959	0
Fremførsel af underskud						
2010		0	0	-787.115	0	0
2011		0	-3.580.206	-4.380.208	0	0
2012		0	-6.533.108	-3.117.915	0	-2.801.805

18.12. Bilag XII

		Investering Låneoptagning		Investering Selvfinsiering	
		Investering 10.000.000 kr.		Investering 10.000.000 kr.	
		Scenario		Scenario	
		2	11	2	11
A.P. Møller - Mærsk B		0%	1%	0%	1%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012			82.417,72		60.587,02
31.12.2011	37.920,00	0,00	113.760,00	0,00	75.840,00
Primo 22.11.2011	34.120,00				68.240,00
21.11.2011	34.120,00	0,00	102.360,00	0,00	87.530,99
Primo 01.05.2011	51.000,00		153.000,00		153.000,00
30.04.2011	51.000,00	0,00	153.000,00	0,00	153.000,00
Primo 22.03.2011	50.800,00				152.400,00
21.03.2011	50.800,00	0,00	152.400,00	0,00	152.500,00
Primo 23.11.2010	47.850,00				143.550,00
22.11.2010	47.850,00	0,00	143.550,00	0,00	143.650,00
Primo 01.05.2010	46.570,00		139.710,00		139.710,00
30.04.2010	46.570,00	0,00	139.710,00	0,00	139.710,00
Primo 23.03.2010	42.220,00				126.760,00
22.03.2010	42.220,00	0,00	126.660,00	0,00	126.760,00
30.04.2009 køb	33.100,00	0,00	99.300,00	0,00	99.300,00
30.04.2009	33.100,00	0,00	100.000,00	0,00	100.000,00
Stk. 30.04.2009		0	3,00	0	3,00
Stk. 22.03.2010			3,00		3,00
Stk. 01.05.2010			3,00		3,00
Stk. 22.11.2010					3,00
Stk. 21.03.2011					3,00
Stk. 01.05.2011					3,00
Stk. 21.11.2011					2,00
Novo Nordisk		100%	87%	100%	87%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012		20.662.255,99	18.579.341,54	20.589.407,09	18.549.550,63
31.12.2011	660,00	24.489.300,00	21.306.120,00	22.625.460,00	19.876.560,00
Primo 22.11.2011	610,00			20.911.410,00	18.370.760,00
21.11.2011	610,00	22.634.050,00	19.692.020,00	20.911.525,66	18.370.786,52
Primo 01.05.2011	636,50	23.617.332,50	20.547.493,00	23.580.415,50	20.515.031,50
30.04.2011	636,50	23.617.332,50	20.547.493,00	23.580.415,50	20.515.031,50
Primo 22.03.2011	648,50			24.024.979,50	20.901.803,50
21.03.2011	648,50	24.062.592,50	20.934.877,00	24.025.355,50	20.902.182,50
Primo 23.11.2010	572,50			21.218.567,50	18.460.262,50
22.11.2010	572,50	21.242.612,50	18.481.445,00	21.218.872,50	18.460.722,50
Primo 01.05.2010	443,70	16.463.488,50	14.323.523,40	16.452.839,70	14.314.205,70
30.04.2010	443,70	16.463.488,50	14.323.523,40	16.452.839,70	14.314.205,70
Primo 23.03.2010	425,00			15.759.425,00	13.710.925,00
22.03.2010	425,00	15.769.625,00	13.719.850,00	15.759.625,00	13.711.150,00
30.04.2009 køb	269,50	9.999.797,50	8.699.999,00	9.999.797,50	8.699.999,00
30.04.2009	269,50	10.000.000,00	8.700.000,00	10.000.000,00	8.700.000,00
Stk. 30.04.2009		37.105,00	32.282,00	37.105,00	32.282,00
Stk. 22.03.2010		37.105,00	32.282,00	37.081,00	32.261,00
Stk. 01.05.2010		37.105,00	32.282,00	37.081,00	32.261,00
Stk. 22.11.2010				37.063,00	32.245,00

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

Stk. 21.03.2011				37.047,00	32.231,00
Stk. 01.05.2011				37.047,00	32.231,00
Stk. 21.11.2011				34.281,00	30.116,00
Danske Bank		0%	1%	0%	1%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012			84.867,07		86.074,57
31.12.2011	72,95	0,00	116.209,35	0,00	101.327,55
Primo 22.11.2011	73,95				102.716,55
21.11.2011	73,95	0,00	117.802,35	0,00	102.751,49
Primo 01.05.2011	121,00	0,00	192.753,00	0,00	192.390,00
30.04.2011	121,00	0,00	192.753,00	0,00	192.390,00
Primo 22.03.2011	117,00				186.030,00
21.03.2011	117,00	0,00	186.381,00	0,00	186.047,00
Primo 23.11.2010	147,90				235.308,90
22.11.2010	147,90	0,00	235.604,70	0,00	235.356,80
Primo 01.05.2010	147,30	0,00	234.648,90	0,00	234.501,60
30.04.2010	147,30	0,00	234.648,90	0,00	234.501,60
Primo 23.03.2010	134,70				214.442,40
22.03.2010	134,70	0,00	214.577,10	0,00	214.477,10
30.04.2009 køb	62,75		99.960,75		99.960,75
30.04.2009	62,75	0,00	100.000,00	0,00	100.000,00
Stk. 30.04.2009		0,00	1.593,00	0,00	1.593,00
Stk. 22.03.2010		0,00	1.593,00		1.592,00
Stk. 01.05.2010		0,00	1.593,00	0,00	1.592,00
Stk. 22.11.2010					1.591,00
Stk. 21.03.2011					1.590,00
Stk. 01.05.2011				0,00	1.590,00
Stk. 21.11.2011					1.389,00
Vestas Wind Systems		0%	10%	0%	10%
Priovenue efter skat primo 01.01.2012			-146.580,81		-113.469,81
31.12.2011	62,00	0,00	166.842,00	0,00	39.060,00
Primo 22.11.2011	72,50				45.675,00
21.11.2011	72,50	0,00	195.097,50	0,00	45.719,94
Primo 01.05.2011	178,80		481.150,80		478.468,80
30.04.2011	178,80	0,00	481.150,80	0,00	478.468,80
Primo 22.03.2011	200,10				534.467,60
21.03.2011	200,10	0,00	538.469,10	0,00	535.468,10
Primo 23.11.2010	169,20				453.625,20
22.11.2010	169,20	0,00	455.317,20	0,00	453.640,40
Primo 01.05.2010	342,20		920.860,20		919.491,40
30.04.2010	342,20	0,00	920.860,20	0,00	919.491,40
Primo 23.03.2010	284,20				763.645,40
22.03.2010	284,20	0,00	764.782,20	0,00	763.782,20
30.04.2009 køb	371,50		999.706,50		999.706,50
30.04.2009	371,50	0,00	1.000.000,00	0,00	1.000.000,00
Stk. 30.04.2009		0,00	2.691,00	0,00	2.691,00
Stk. 22.03.2010			2.691,00		2.687,00
Stk. 01.05.2010			2.691,00		2.687,00
Stk. 22.11.2010					2.681,00
Stk. 21.03.2011					2.676,00
Stk. 01.05.2011					2.676,00
Stk. 21.11.2011					630,00

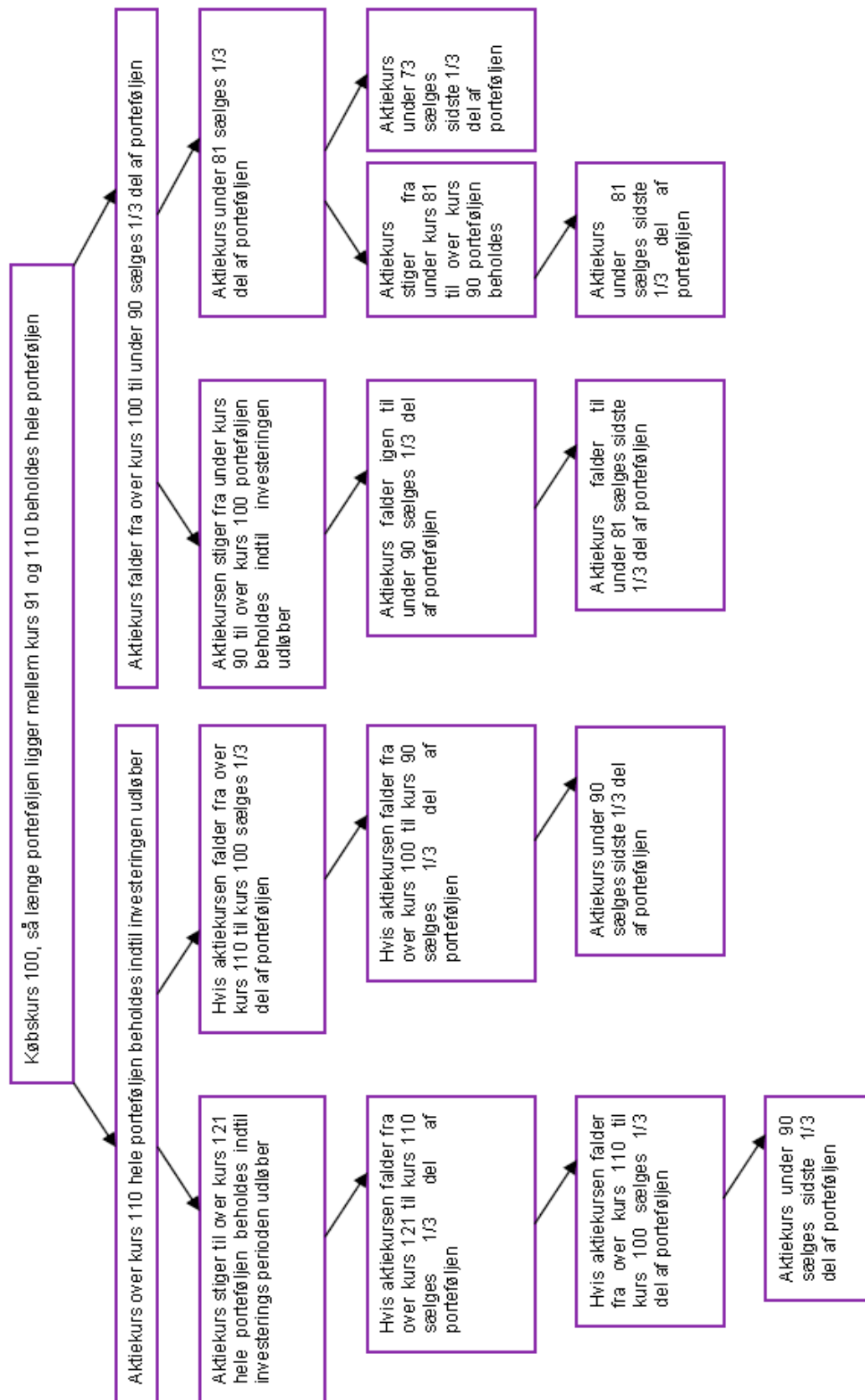
Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

		0%	1%	0%	1%
Top Danmark					
Priovenue efter skat primo 01.01.2012			117.227,72		115.417,02
31.12.2011	895,00	0,00	148.570,00	0,00	130.670,00
Primo 22.11.2011	893,00				130.378,00
21.11.2011	893,00	0,00	148.238,00	0,00	130.729,99
Primo 01.05.2011	925,00		153.550,00		150.775,00
30.04.2011	925,00	0,00	153.550,00	0,00	150.775,00
Primo 22.03.2011	860,00				140.180,00
21.03.2011	860,00	0,00	142.760,00	0,00	140.940,00
Primo 23.11.2010	686,50				112.586,00
22.11.2010	686,50	0,00	113.959,00	0,00	113.172,50
Primo 01.05.2010	693,50		115.121,00		114.427,50
30.04.2010	693,50	0,00	115.121,00	0,00	114.427,50
Primo 23.03.2010	694,00				114.510,00
22.03.2010	694,00	0,00	115.204,00	0,00	115.104,00
30.04.2009 køb	600		99.600,00		99.600,00
30.04.2009	600	0,00	100.000,00	0,00	100.000,00
Stk. 30.04.2009		0,00	166,00	0,00	166,00
Stk. 22.03.2010			166,00		165,00
Stk. 01.05.2010			166,00		165,00
Stk. 22.11.2010					164,00
Stk. 21.03.2011					163,00
Stk. 01.05.2011					163,00
Stk. 21.11.2011					146,00
Total					
31.12.2011		24.489.300,00	21.851.501,35	22.625.460,00	20.223.457,55
21.11.2011		22.634.050,00	20.255.517,85	20.911.525,66	18.737.518,95
30.04.2011		23.617.332,50	21.527.946,80	23.580.415,50	21.489.665,30
21.03.2011		24.062.592,50	21.954.887,10	24.025.355,50	21.917.137,60
22.11.2010		21.242.612,50	19.429.875,90	21.218.872,50	19.406.542,20
30.04.2010		16.463.488,50	15.733.863,50	16.452.839,70	15.722.336,20
22.03.2010		15.769.625,00	14.941.073,30	15.759.625,00	14.931.273,30
30.04.2009		9.999.797,50	9.998.566,25	9.999.797,50	9.998.566,25
Forventet afkast		7%	6,185%	7%	6,185%
22.03.2010 aconto rate 1 2010		-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
20.11.2010 aconto rate 2 2010		-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Negativ skat 25% af skattefradrag af renteomkostninger		16	16		
20.11.2011 selskabsskat 2010 af aktieavancer bliver indbetalt 20. november 2011		-1.615.923	-1.433.824	-1.615.761	-1.430.942
30.04.2010 modregning 1. og 2. rate 2010		20.000	20.000	20.000	20.000
30.04.2010 godtgørelse 1. rate 2010		40	40	40	40
30.04.2010 godtgørelse 2. rate 2010		-40	-40	-40	-40
30.04.2010 restskattetilæg 2010 selskabsskat betales 20. november 2011		-81.391	-72.104	-81.384	-71.958
30.04.2010 procenttillæg overskydende skat 2010		0	0	0	0
20.03.2011 aconto rate 1 2011		-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
20.11.2011 aconto rate 2 2011		-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Negativ skat 25% af skattefradrag af renteomkostninger		235	235		
20.11.2012 selskabsskat 2011 af aktieavancer bliver indbetalt 20. november 2012		-1.788.461	-1.448.521	-1.786.894	-1.441.832

Selskabsbeskatning ved køb og salg af aktier

30.04.2011 modregning 1. og 2. rate 2011	20.000	20.000	20.000	20.000
30.04.2011 godtgørelse 1. rate 2011	30	30	30	30
30.04.2011 godtgørelse 2. rate 2011	-30	-30	-30	-30
30.04.2011 restskattetillæg 2011 selskabsskat betales 20. november 2012	-84.875	-68.558	-84.811	-68.248
30.04.2011 procenttillæg overskydende skat 2011	0	0	0	0
30.04.2011 aconto rate 1 2012	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
30.04.2011 aconto rate 2 2012	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Negativ skat 25% af skattefradrag af renteomkostninger	3.158	2.839		
30.04.2012 selskabsskat 2012 bliver indbetalt frivilligt 20. marts 2012	-217.992	-80.889	-185.547	-59.173
30.04.2012 modregning 1. og 2. rate 2012	20.000	20.000	20.000	20.000
30.04.2012 godtgørelse 1. rate 2012	80	80	80	80
30.04.2012 godtgørelse 2. rate 2012	-80	-80	-80	-80
30.04.2012 restskattetillæg 2012 selskabsskat betales 20. november 2013	-8.378	-2.496	0	-1.684
30.04.2012 procenttillæg overskydende skat 2011	0	0	0	0
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2009	203	1.434	203	1.434
Overskudslikviditet ved salg 22.03.2010			200	990
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2010	0	0	0	0
Overskudslikviditet ved salg 22.11.2010			305	1.210
Overskudslikviditet ved salg 21.03.2011			376	2.257
Overskudslikviditet ved salg 21.11.2011			116	19.749
30.04.2010 procenttillæg overskydende skat 2010	0	0	0	0
Overskudslikviditet ved salg 30.04.2011	0	0	0	0
30.04.2011 procenttillæg overskydende skat 2011	0	0	0	0
30.04.2012 procenttillæg overskydende skat 2011	0	0	0	0
Investering	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Afkast	14.459.276	11.823.665	14.343.804	11.771.998
Betalt skat	-3.622.376	-2.963.234	-3.588.202	-2.931.948
Rentetillæg	-174.644	-143.158	-166.195	-141.890
Priovenue efter skat primo 01.01.2012	20.662.256	18.717.273	20.589.407	18.698.159
20.11.2013 procenttillæg overskydende skat 2012	0	0	0	0
20.11.2013 overskydende A/C skat 2012	0	0	0	0
Priovenue efter skat primo 20.11.2013	20.662.256	18.717.273	20.589.407	18.698.159

18.13. Bilag XIII



18.14. Bilag XIV

	Dato	Stk	Kurs	Kostpris/salgsspris	Indkomst	Skat 25%
Køb	30.04.2009	159.043,00	62,75	9.979.948,25		
Salg 1/3	30.10.2009	-53.014,00	117,25	-6.215.891,50	2.889.263,00	-722.315,75
Salg 1/3	06.05.2010	-53.014,00	124,10	-6.579.037,40	3.252.408,90	-813.102,23
Salg 1/3	25-08-2010	-53.015,00	123,60	-6.552.654,00	3.225.962,75	-806.490,69
		0,00			9.367.634,65	-2.341.908,66

Indkomst 2010						
	Kostpris	Salgspris	Kurs 30.04.10	Kursværdi 30.04.10	Indkomst	Skat
Realiseret gevinst salg 53.014 stk	-3.326.628,50	6.215.891,50			2.889.263,00	-722.315,75
Urealiseret gevinst 106.029 stk.	-6.653.319,75		147,30	15.618.071,70	8.964.751,95	-2.241.187,99
					11.854.014,95	-2.963.503,74

Indkomst 2011					
	Kostpris	Salgspris	Kursværdi 30.04.10	Indkomst	Skat
Realiseret gevinst salg 106.029 stk	-6.653.319,75	13.131.691,40		6.478.371,65	-1.619.592,91
Urealiseret gevinst 106.029 stk. solgt i 2011	6.653.319,75		-15.618.071,70	-8.964.751,95	2.241.187,99
				-2.486.380,30	621.595,08