

Copenhagen Business School
2017

Cand. Merc.(Jur.)
Kandidatspeciale

Valget af generationsskifte model

Betydningen af fremsatte lovforslag af 29. marts 2017, 'om nedsættelse af bo- og gaveafgiften ved generationsskifte'

Anne-Sofie Preisler Skau

Steffen Dige Bach

Afleveringsdato:

15/05-2017

179.034 anslag

Juridisk Vejleder: Erik Banner-Voigt

Økonomisk Vejleder: Peter Høgsted

Abstract

For most family owned businesses, there comes a time to start thinking about a generational handover. The considerations are many, but the choice of change model plays an utmost significant role. The purpose of the master thesis, is to highlight the impact of the impending implementation of the 'Bill for the reduction of the tax levied on generational changes', which implies a reduction of the current tax from 15% to 5% by 2020. This is done through analyzing, how the reduction may change the way the owner of a family held business decides, which generational change model he wants to use, when passing on to the next generation.

The question is sought to be answered through a review of the succession model and the A/B-model, which was created by administrative practice.

Furthermore, there will be used a fictional case company, to demonstrate the economic consequences of the reductions. To demonstrate this economic consequence, two valuation methods are used to estimate the enterprise value. The models are the recognized DCF method and the rules in the circulars TSS 2000-09 and 2000-10.

It appears that different results are derived by the different valuationmodels, and it is therefore concluded that there is no accordance between the valuation methods. On the basis of the valuation section, it is assumed that the tax authority will approve the values generated by the circulars.

The assumption is used further to highlight the effect of the tax reduction, under the use of the two generational change models, including the consequences of a choice between the two models. Based on a proven economic impact of the bill, and the consequences taken into account, three factors are derived, respectively: the transferor's request for compensation, the liquidity required from the acquirer, and the value of the company.

It is concluded that if the transferor wishes compensation, the choice of generational change model, will be the A/B model, both now and after the reduction.

If, on the other hand, there are no preferences for the transferor, it is derived, based on the case company, which model would be preferable, with the assumptions taken into account.

Taken to a general level, it is derived under which enterprise values, the successionmodel would be preferable, taken the bill into account. It is concluded, that the bill has an impact, when having to decide between the successionmodel and the A/B model, based on the examples in the thesis.

Indholdsfortegnelse

Abstract.....	2
1. Kapitel.....	6
1.1 Indledning	6
1.2 Problemformulering	7
1.3 Formål.....	7
1.4 Metode.....	7
1.4.1 Juridisk metode	7
1.4.2 Økonomisk metode.....	8
1.5 Afgrænsning	10
1.6 Overordnet antagelser for afhandlingen.....	11
1.7 Struktur	12
2. Kapitel.....	14
2.1 Generelt om aktieoverdragelse og beskatning af aktieavance.....	14
2.2 Overdragelse af aktier – aktieoverdragelse.....	14
2.3 Aktieavancebeskatning.....	14
2.3.1 Aktieavancebeskatning for personer	15
2.3.2 Aktieavancebeskatning for selskaber	15
2.3.2.1 Egne Aktier	15
2.3.2.2 Datterselskabsaktier, koncernselskabsaktier og skattefri porteføljeaktier.....	15
2.3.2.3 Skattepligtige porteføljeaktier.....	16
2.4 Realisationsbeskatning og gennemsnitsmetoden.....	16
2.5 Udbytte af aktier	17
2.6 Succession.....	17
2.6.1 Formål med successionsmodellen	17
2.6.2 Anvendelsesområde	18
2.6.3 Betingelser for succession med aktier.....	18
2.6.4 Personkredsen	20
2.6.5 Gaveafgift.....	20
2.6.6 Nye regler ift. gaveafgift ved generationsskifte	21
2.6.7 Pengetanksreglen	23
2.6.8 Konsekvenser for overdrageren ved succession	25
2.6.9 Konsekvenser for erhververen ved succession	25
2.7 A/B-modellen.....	26
2.7.1 Formål.....	26
2.7.2 Anvendelse	27
2.7.3 Personkredsen	29
2.7.4 Holding struktur.....	29
2.7.4.1 Betingelser for skattefri aktieombytning	30
2.7.5 Kapitalforhøjelse eller kapitalnedsættelse.....	33
2.7.6 Vedtægtsændring	34
2.7.7 Forlods udbytteretten.....	37
2.7.8 Åremålsbegrænsningsperioden	39
2.7.9 Rente og Risiko faktor.....	41
2.7.10 Ophør af aktieklasser	44
2.7.11 Konsekvenser for overdrageren ved A/B-modellen	45
2.7.12 Konsekvenser for erhververen ved A/B-modellen	45
2.8 Delkonklusion	46
3. Kapitel	48

3.1 Teoriafsnit om anvendelse af cirkulærerne.....	48
3.1.1 Anvendelsesområde	48
3.1.2 TSS cirkulærer 2000-09.....	49
3.1.3 TSS cirkulære 2000-10.....	50
4. Kapitel	59
4.1 Regnskab for modelvirksomheden.....	59
4.2 Værdiansættelse jf. TSS cirkulære 2000-09.....	60
4.3 Værdiansættelse af goodwill jf. TSS cirkulære 2000-10	61
4.4 Samlet værdiansættelse af virksomheden, jf. TSS cirkulære 2000-9	64
4.5 DCF - Værdiansættelsesmetode	64
4.5.1 Reformulering af Resultatopgørelse	64
4.5.2 Reformulering af Balance.....	65
4.5.3 Nøgletalsanalyse	67
4.5.4 ROE - Egenkapitalforrentningen	68
4.5.5 ROIC - Afkastgraden	68
4.5.6 OG – Overskudsgraden	69
4.5.7 AOH – Omsætningshastighed	70
4.5.8 FGEAR – Finansieringsaktiviteten.....	70
4.5.9 SPREAD	71
4.5.10 Soliditetsgrad	71
4.5.11 Opsamling på regnskabsanalyse	71
4.6 DCF Værdiansættelse.....	72
4.6.1 Budgettering	72
4.6.2 Budgetperiodens længde	72
4.6.3 Budgettering af AOH.....	74
4.6.4 Budgettering af driftsoverskuddet fra salg	74
4.6.5 Budgettering af den effektive skatteprocent	75
4.6.6 Elementer i- og fastsættelse af WACC.....	76
4.6.7 Fastlæggelse af kapitalstrukturen	77
4.6.8 Egenkapitalomkostninger - Ejernes afkastkrav	78
4.6.9 CAPM.....	78
4.6.10 Den risikofri rente	79
4.6.11 MRP – Markedsrisikopræmien	80
4.6.12 Beta værdien	81
4.6.13 Estimering af egenkapitalomkostninger.....	82
4.6.14 Renten på fremmedkapital	82
4.6.15 Selskabsspecifikt risikotillæg	83
4.6.16 Beregning af långivernes afkastkrav	83
4.6.17 Beregning af WACC for modelvirksomheden	83
4.6.18 Værdiansættelse af modelvirksomheden.....	84
4.6.19 Følsomhedsanalyse	87
4.7 Overensstemmelse mellem værdiansættelsesmodellerne	88
4.8 Afspejler metoderne handelsværdien?.....	91
4.9 Delkonklusion	92
5. Kapitel	94
5.1 Opgørelse ved skattemæssig succession og A/B-modellen.....	94
5.2 Opgørelse ved anvendelse af succession reglerne.....	94
5.2.1 Betydning for erhververen ved anvendelse af successionsreglerne.....	94
5.2.2 Betydning for overdrageren ved anvendelse af successionsreglerne.	95
5.3 Opgørelse ved anvendelse af A/B – modellen	95
5.3.1 Rente- og risikofaktorer.....	95
5.3.2 Forlods udbytterettens størrelse.....	96

5.3.3 Åremålsbegrænsningsperioden	97
5.3.4 Hvad betyder det for erhververen ved anvendelse af A/B-modellen.....	98
5.3.5 Hvad betyder det for overdrageren ved anvendelse af A/B-modellen	99
5.3.6 Opsamling	99
5.4 Valg af generationsskiftemodel.....	99
5.4.1 Overdragers ønske om kompensation	100
5.4.2 Erhververens likviditetsbehov	100
5.5 Delkonklusion	102
6. Kapitel	104
6.1 Konklusion.....	104
7. Perspektivering.....	106
8. Litteraturliste.....	107
Bilag 1 Reformulering af Resultatopgørelse og Balance.....	111
Bilag 2 Budgettering af Modelvirksomheden	112

1. Kapitel

1.1 Indledning

For mange familieejede virksomheder kommer der et tidspunkt, hvor overvejelserne om et generationsskifte blive relevante. Et succesfuldt generationsskifte er en tidskrævende proces, som kræver en nøje planlægning af en længere række forhold, herunder skatte- og afgiftsmæssige elementer samt ikke mindst finansieringsmæssige muligheder.

I praksis er der flere muligheder for, hvordan et generationsskifte kan gennemføres. En velkendt model, er successionsmodellen. Hvor eksempelvis faren¹ lader sønnen² succedere i overdragerens skattemæssige stilling, hvilket medfører, at overdrageren ikke bliver afståelsesbeskattet ved overdragelsen af virksomheden til erhververen. Som udgangspunkt vil erhververen, såfremt han modtager en gave, skulle betale en gaveafgift på 15 % af beløb der overstiger det afgiftsfrie gavebeløb på 62.900 kr. (2017-niveau) jf. BAL §23, stk. 1.

Når successionsmodellen anvendes, risikere erhververen således at skulle have en likviditet af en vis størrelse til at betale denne mulige afgift. Hvilket kan skabe en hindring for ønsket om at bibeholde virksomheden i familiens rækker.

Et alternativ til skattemæssig succession er A/B-modellen, der forlanger et noget mere beskedent likviditetsbehov, da erhververen har mulighed for at erhverve nytegnede B-aktier i selskabet³, hvilket giver erhververen en væsentligt større mulighed for at erhverve en betydelig kapitalpost i virksomheden. A/B-modellen åbner således muligheden for, at virksomheden kan blive i familiens ejerskab, hvilket gør den yderst attraktiv som generationsskiftemodel.

På baggrund af fremsatte lovforslag, af 29. marts 2017 vedrørende nedsættelse af bo- og gaveafgiften, og som *"indebærer, at bo- og gaveafgiften nedsættes gradvist fra 15 pct. til 5 pct. frem mod 2020 ved generationsskifte af en erhvervsvirksomhed."*⁴, vil det være interessant at se på, om dette ændre ved beslutningen om, hvilken af de to ovenstående generationsskiftemodeller der vælges, når ejeren af den familieejede virksomhed står over for et generationsskifte.

¹ Herefter omtalt gennem afhandlingen som Overdrageren

² Herefter omtalt gennem afhandlingen som Erhververen

³ ofte til kurs pari

⁴ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

1.2 Problemformulering

Hvilken betydning vil det fremsatte lovforslag, af 29. marts 2017 om nedsættelse af bo- og gaveafgiften have på valget af generationsskiftemodel?

- Hvordan behandles et generationsskifte ved henholdsvis succession og A/B-modellen?
- Hvordan værdiansættes virksomheden efter SKAT's cirkulærer og DCF metoden og er der overensstemmelse mellem handelsværdierne ved de to beregningsmetoder?
- Hvilke overvejelser gør sig gældende, når generationsskiftemodellen skal vælges?

1.3 Formål

Det overordnede formål er at belyse, hvilken betydning det fremsatte lovforslag vil have når valget står mellem henholdsvis skattemæssig succession og A/B-modellen.

Opgaven har dog også til formål, at belyse hvordan et generationsskifte behandles, samt hvordan et unoterede aktieselskabs handelsværdi fastlægges.

1.4 Metode

1.4.1 Juridisk metode

I afhandlingen anvendes den retsdogmatiske metode, som har til hensigt at beskrive og analysere gældende ret. Med udgangspunkt i denne metode vil gældende ret for henholdsvis successions- og A/B modellen blive udledt ved anvendelse af de tilstedeværende retskilder samt administrativ praksis. Successionsmodellen har lovhjemmel i aktieavancebeskatningsloven § 34, hvorimod A/B-aktie modellen ikke er lovreguleret, men skabt udelukkende ud fra administrativ praksis i form af bindende svar fra SKAT. Domstolene vil ikke være forpligtet af SKAT's afgørelser i den administrative praksis, men afgørelserne bruges alligevel til at give en mere identisk fortolkning af en given situation, hvilket samtidig medfører, at borgerne kan fæste lid til et bestemt udfald i en lignende situation. Domstolene vil endvidere ofte tage den administrative praksis med i overvejelserne ved vurdering af en given sag. Omvendt vil en domstolsmæssig tilsidesættelse af den administrative praksis medføre, at den tidligere administrative praksis ikke længere kan danne præcedens.

Til behandlingen af værdiansættelse af virksomheden tages der ligeledes udgangspunkt i gældende ret, cirkulærer, vejledninger og bindene svar fra SKAT. Vejledningerne vil blive inddraget

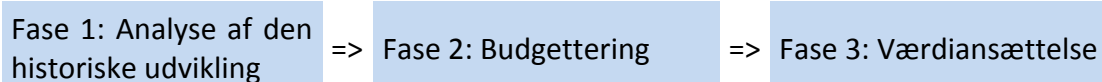
som bidrag, da de er udtryk for SKATs opfattelse af gældende praksis på området, og er bindende for SKAT, såfremt de ikke er i strid med højere rangerende retskilder.

1.4.2 Økonomisk metode

For at kunne illustrere, hvordan en virksomhed værdiansættes, anvendes et tænkt eksempel i form af en modelvirksomhed, som opstilles med antaget regnskabsmæssige værdier. Der vil i opgaven blive vist, hvordan en værdiansættelse sker efter DCF metoden og SKAT's cirkulærer. De forskellige værdiansættelsesmetoder vil herefter blive sat overfor hinanden for at bidrage til en diskussion af, på hvilke områder de adskiller sig. DCF metoden er en metode, der bruges til at analysere en værdi, henholdsvis en virksomheds, et aktiv eller et andet projekt, hvor det ønskes at vide værdien i dag, baseret på fremtidige pengestrømme. For indeværende afhandling vil modellen anvendes til at værdiansætte modelvirksomheden.

Modellen anvender således pengestrømme fra virksomhedens indkomst, både de forhenværende samt fremtidige forventede pengestrømme, som herefter tilbagediskonteres og vil resultere i en anslået værdien af det analyserede.

Overordnet set kan værdiansættelsesprocessens faser anskues som:⁵



Her tages der som udgangspunkt afsæt i virksomhedens årsregnskaber. Der foretages derefter en reformulering af den pågældende resultatopgørelse samt balancen på baggrund af årsrapporterne for de relevante år, for modelvirksomheden er disse årene 2014-2016. Dette gøres for at fjerne den regnskabsmæssig støj fra henholdsvis resultatopgørelse og balancen, da denne kan sløre billedet af virksomheden. Hermed opnås da en mere retvisende nøgletalsanalyse i den efterfølgende værdiskabelsesproces, som endvidere bidrager til at give det historiske indblik i den pågældende virksomheds økonomiske situation. Selve nøgletalsanalysen foretages med afsæt i den udvidede DuPont-model, som anvendes til at nedbryde virksomheden i nøgletal.

⁵ Sørensen, O. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 21

Regnskabsanalysen danner grundlaget for den fremtidige budgettering af virksomheden, hvortil der antages forventninger til virksomheden i fremtiden. Den efterfølgende budgetteringsfase har som formål at opstille finansielle opgørelser i budgetform,⁶ som efterfølgende danner grundlaget for selve værdiansættelsen af den pågældende virksomhed. Herefter fastsættes en diskonteringsfaktor, til brug for værdiansættelsen. Denne diskonteringsfaktor bestemmes på baggrund af egenkapitalafkastkravet og renten på fremmedkapital, hvilken også benævnes WACC'en. De forskellige faser DCF metoden gennemgår, resultere i selve værdiansættelsen af virksomheden.

Selve kapitlerne i afhandlingen om henholdsvis regnskabsanalysen af modelvirksomheden og den faktiske værdiansættelse, er primært udledt på baggrund af teorierne i bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", af Jens Elling og Ole Sørensen.

Ved værdiansættelsen efter cirkulærerne, vil henholdsvis TSS cirkulære 2000-09 der regulerer en beregningsmetode for unoterede aktier og anparter, og TSS cirkulære 2000- 10 der regulerer beregningsmetoden for virksomhedens goodwill anvendes. Fælles for de to cirkulærer, er at der skal være tale om interesseforbundne parter, og er til for at sikre at den af parterne fremsatte værdi, afspejler handelsværdien. Værdierne bliver udregnet på baggrund af de seneste tre års, årsregnskaber, og selve værdiansættelsen er således baseret på bogførte værdier.

Værdiansættelsen ud fra cirkulærer TSS 2000-9, sker på baggrund af følgende faktorer:

- Fast ejendom
- Associerede selskaber
- Goodwill og andre immaterielle aktiver
- Udskudt skat
- Andre forhold

For cirkulærer TSS 2000-10, gælder at denne anvendes til at estimere virksomhedens goodwill, som tillægges den endelige værdiansættelse af virksomheden. De væsentlige faktorer er:

⁶ Sørensen, O. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 22

- Beregningsgrundlag
- Regulering af resultatet
- Vægtning
- Udviklingstendens
- Driftsherreløn
- Forrentning af aktiverne
- Kapitalisering

For nærmere uddybelse af faktorerne der udspringer fra cirkulærerne, er disse at finde ved selve den teoretiske behandling som er at finde i kapitel 3. Selve den regnskabsmæssige behandling følger af kapitel 4.

1.5 Afgrænsning

I afhandlingen tages der udgangspunkt i en fiktiv modelvirksomhed, som illustrerer et familiemæssigt generationsskifte fra en far, herefter kaldet overdrageren, til en søn, herefter kaldet erhververen, hvorfor reglerne vedrørende overdragelse af aktier til nære medarbejdere, jf. ABL § 35 eller andre uafhængige parter, kun vil blive nævnt i det omfang det findes relevant. Afhandlingens brug af lovgivning, informationssøgning og andet materiale henvender sig til aktie- og anpartsselskaber, og der afgrænses derfor fra andre selskabs- og virksomhedsformer. Der ses ligeledes bort fra successionsreglerne om overdragelse af personlig ejede virksomheder efter reglerne i KSL § 33 C, da denne bestemmelse regulerer succession i aktiver og ikke aktier. Da afhandlingen omhandler aktieoverdragelser ved brug af successions- og A/B-modellen, vil der ganske kort blive redegjort for de generelle regler for beskatningen af aktieavancer.

Omstruktureringer, herunder aktieombytning, vil blive nævnt i det omfang det findes relevant for afhandlingen, mens reglerne omkring skattefri fusioner, spaltninger eller andre omstruktureringer i virksomheder ikke vil blive behandlet.

Den fiktive modelvirksomhed tager udgangspunkt i en dansk virksomhed, som er skattepligtig i Danmark, hvorfor der afgrænses for udenlandsk lovgivning og andre landes regler om generationsskifte. I afhandlingen er der endvidere tale om en enekapitalejer, hvorfor scenarier

med flere kapitalejere ikke vil blive berørt, med mindre det har en naturlig indvirkning på afhandlingen. Der fokuseres udelukkende på aktieoverdragelser i levende live, hvorfor emner som arv og testamente ikke vil blive omtalt i afhandlingen. Der afgrænses endvidere fra behandlingen af armlængdeprincippet efter LL § 2.

Afhandlingen tager endvidere udgangspunkt i værdiansættelsesmodeller, der er relevante ved generationsskifte. Disse inkluderer følgende: TSS cirkulære 2000-09 som regulerer værdiansættelse af unoterede aktier og anparter, når overdragelsen sker mellem interesseforbundne parter, TSS cirkulære 2000-10 der bliver anvendt til værdiansættelse af goodwill, når overdragelse sker mellem interesseforbundne samt DCF metoden. Hvorfor andre værdiansættelsesmetoder ikke vil blive anvendt. Yderligere vil afhandling afgrænse sig til en modelvirksomhed, der i de seneste år har haft positiv fremgang i resultaterne, således at generationsskiftet kan illustreres bedst muligt.

1.6 Overordnet antagelser for afhandlingen

I afhandlingen tages der udgangspunkt i en modelvirksomhed, hvor der ønskes foretaget et generationsskifte mellem en far og søn, hvorfor det antages, at der kun vil være én ejer inden overdragelsen og én ejer, når generationsskiftet er endeligt afsluttet. Faren ønsker at overdrage virksomheden inden han dør og vil være i live indtil efter generationsskiftet er endeligt udført. Derudover vil afhandlingen tage udgangspunkt i antagelsen om, at generationsskiftet ønskes at konstrueres, således at det vil være billigst muligt for erhververen.

Det antages endvidere, at faderen har ejet aktieselskabet i mange år med en aktiekapital på 500 t.kr. fordelt på 500 aktier, hvor der ikke tidligere har været handlet med de pågældende aktier i virksomheden. Da modelvirksomheden omhandler et generationsskifte mellem far og søn vil der være tale om interesseforbundne parter, hvorfor cirkulærer TSS 2000-09 og TSS 2000-10 kan finde anvendelse ved værdiansættelsen af virksomheden.

Selskabet er skattepligtigt i Danmark, hvorfor dansk ret finder anvendelse.

Virksomheden er en produktions virksomhed inden for byggematerialer, og har i de seneste år været en overskudsvirksomhed. Det antages endvidere, at virksomheden ikke driver passiv

pengeanbringelse, og falder således ikke under pengetanksreglen, jf. ABL § 34, stk. 1, nr. 3, jf. stk. 6.

Ved brug af A/B-modellen antages det, at sønnen erhverver en aktiepost på 90 % af selskabskapitalen i B-aktier, hvorefter faren kun vil eje 10 % A-aktier. A-aktierne tildeles forlods udbytte, mens B-aktierne tildeles en stemmeretsbegrænsning og ikke har ret til udbytte før farens forlods udbytteret er udtømt eller åremålsbegrænsningsperioden er udløbet.

Ved anvendelse af skattemæssig succession antages det, at sønnen modtager virksomhedens værdi som en gave, hvorfor han bliver gaveafgiftspligtig af handelsværdien af virksomheden.

Samtidig antages det, at modelvirksomheden ikke bliver omfattet af pengetanksreglen, ved at føre passiv pengeanbringelse.

Til slut antages det, at det nye lovforslag, om en gradvis nedsættelse af bo- og gaveafgiften fra 15 % til 5 % frem mod 2020 ved generationsskifte af erhvervsvirksomheder primært til den nære familiekreds, træder i kraft, og at erhververen opfylder de nye betingelserne for skattemæssig succession.

1.7 Struktur

Kapitel 1 - Her gennemgås grundlaget for opgaven, heri en indledning, som leder videre til den egentlige problemstilling, samt hvorledes denne ønskes behandlet i foreliggende afhandling. Der afgrænses fra irrelevante forhold, som ikke vil indgå i opgaven, hvor der endvidere tilkendes relevante metoder, som bruges til behandling af problemstillingen.

Kapitel 2 - Her redegøres kort for de generelle beskatningsregler ved afståelser af aktier samt udlodning af udbytte. Herefter vil henholdsvis successionsreglerne, og A/B-modellen blive gennemgået med henblik på at udlede konsekvenser for overdrageren og erhververen ved anvendelse af de to modeller.

Kapitel 3 - Når overdragelse af en virksomhed sker mellem interesseforbundne parter, vil SKAT's cirkulærer TSS 2000-09 og TSS 2000-10 skulle anvendes, hvorfor cirkulærerne i dette afsnit vil blive gennemgået, for efterfølgende at blive anvendt til værdiansættelse af modelvirksomheden i kapitel 4.

Kapitel 4 - I dette afsnit vil modelvirksomheden blive værdiansat efter SKAT's cirkulærer og DCF metode, for at udlede handelsværdien af virksomheden. Resultaterne af de to udregningsmetode vil derefter blive analyseret, for at udlede om der er overensstemmelse mellem de to fremkomne værdier. Til slut vil det udledes, hvilke værdi der finder anvendelse i den resterende del af afhandlingen.

Kapitel 5 - Da nye gaveafgiftsregler ved anvendelse af successionsreglerne forventes at træde i kraft, vil dette afsnit omhandle, hvilken betydning det vil have for valget af generationsskiftemodel.

Kapitel 6 - Kapitlet vil indeholde den sammenfattende konklusion.

2. Kapitel

2.1 Generelt om aktieoverdragelse og beskatning af aktieavance

I det følgende afsnit redegøres kort for, hvad en aktieoverdragelse er, samt hvordan aktieavancer beskattes, og hvilken lovgivning der finder anvendelse. Det søges at klarlægge, hvad det skattemæssige udgangspunkt for en aktieoverdragelse er, da successionsreglerne udgør en undtagelse til dette udgangspunkt.

2.2 Overdragelse af aktier – aktieoverdragelse

En aktieoverdragelse er, når en eksisterende ejer af aktierne overdrager en del af sine aktier til en erhverver. Ved en aktieoverdragelse indtræder erhververen således i overdragerens retsstilling som ejer af virksomheden, mens virksomheden som udgangspunkt ikke bliver juridisk berørt af overdragelsen. Det vil sige, at virksomheden som udgangspunkt kan videreføre sine eksisterende kontrakter, da der ikke foreligger et kreditor- eller debitorskifte i forhold til virksomhedens medkontrahenter. Dette ses i modsætning til en substansoverdragelse, hvilket er køb af virksomheden og dens aktiver.⁷

2.3 Aktieavancebeskatning

Det følger af ABL § 1, at gevinst og tab ved afståelse af aktier skal medregnes i den skattepligtige indkomst, og at opgørelsen skal være i overensstemmelse med reglerne i ABL. Beskatning af en aktieavance kan opgøres efter enten realisationsprincippet eller lagerprincippet. Omfanget af beskatning og hvilket princip, der skal anvendes, afhænger af flere faktorer, herunder om skattesubjektet er en person eller et selskab. Ved anvendelse af realisationsprincippet skal fortjenesten eller tabet medregnes i den skattepligtige indkomst i det indkomstår, hvor fortjeneste eller tabet er realiseret. Ved anvendelse af lagerprincippet skal fortjenesten eller tabet medregnes i den skattepligtige indkomst ved udløbet af hvert indkomstår, uanset om aktierne er afhændet eller ej. Udgangspunktet vil dog være realisationsprincippet, jf. ABL § 23, stk. 1, hvilket medfører, at aktieavancen skal beskattes i det indkomstår, hvor overdragelsen har fundet sted.⁸

⁷ Hansen, J. og Lundgren, C. Køb og salg af virksomheder - Nyt Juridisk forlag, 2014. 5. udgave - side 66

⁸ Den juridiske vejledning. C.B.2.1.7.2 Realisationsprincippet eller lagerprincippet

2.3.1 Aktieavancebeskatning for personer

Aktieavancer ved afståelse af aktier skal medregnes i den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 12 som aktieindkomst jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 2, jf. LL § 16B. Avancen skal opgøres efter realisationsprincippet, jf. ABL § 23, stk. 1. Ved anvendelse af realisationsprincippet skal aktieavancer opgøres efter gennemsnitsmetoden, jf. ABL §§ 24, stk. 1 og 26. Aktieavancer på op til 51.700 (2017-niveau) bliver beskattet med 27 pct., jf. PSL § 8 a stk. 1. Aktieavancer på over de 51.700 bliver beskattet med 42 pct., jf. PSL § 8 a stk. 2.

2.3.2 Aktieavancebeskatning for selskaber

Ved aktieavancebeskatning for selskaber er det af afgørende betydning for opgørelsen, om aktierne er egne aktier, datter- og koncernselskabsaktier eller porteføljeaktier. Datterselskabsaktier er aktier, hvor der ejes mere end 10 % af aktierne i et andet selskab, jf. ABL § 4A, og koncernselskabsaktier er aktier, hvor ejeren og det selskab, hvori der ejes aktier, er sambeskattede efter SEL § 31, jf. ABL § 4B. Porteføljeaktier er aktier, hvor der ejes mindre end 10 % af aktierne. Porteføljeaktier kan både være skattefrie, jf. ABL § 8 og skattepligtige, jf. ABL § 9. Skattefri porteføljeaktier er defineret i ABL § 4C, som aktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, og som ejes af et selskab m.v., der ejer mindre end 10 % af aktiekapitalen i porteføljeselskabet.

2.3.2.1 Egne Aktier

Aktieavancer på aktier i et selskab, som selskabet selv ejer, medregnes ikke i den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 10.

2.3.2.2 Datterselskabsaktier, koncernselskabsaktier og skattefri porteføljeaktier

Aktieavancer på datterselskabsaktier, koncernselskabsaktier og skattefri porteføljeaktier som er omfattet af ABL § 4C medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 8, stk. 1.

2.3.2.3 Skattepligtige porteføljeaktier

Aktieavance ved afståelse af porteføljeaktier, som ikke falder ind under definitionen i ABL § 4C er skattepligtige, jf. ABL § 9, stk. 1.

Det er udgangspunktet for et selskab, der ejer porteføljeaktier, at de skal anvende lagerprincippet ved opgørelse af aktieavancer, jf. ABL § 23, stk. 5, jf. ABL § 9.

Hvis de pågældende porteføljeaktier ikke er optaget på et reguleret marked eller på en multilateral handelsfacilitet, kan selskabet dog vælge at anvende realisationsprincippet, jf. ABL § 23, stk. 6, 1. pkt. Såfremt selskabet vælger at anvende realisationsprincippet, er det en forudsætning, at selskabet anvender princippet for alle aktier. Ved anvendelse af realisationsprincippet skal aktieavancer opgøres efter gennemsnitsmetoden, jf. ABL §§ 24, stk. 1 og 26.

2.4 Realisationsbeskatning og gennemsnitsmetoden

Gennemsnitsmetoden anvendes efter ABL § 26 og medfører, at gevinst og tab opgøres på grundlag af den gennemsnitlige anskaffelsessum for aktionærens samlede beholdning af aktier i det pågældende selskab, og ikke på grundlag af anskaffelsessummen for den enkelte aktie. Gevinst eller tab opgøres som forskellen mellem afståelsessummen og den gennemsnitlige anskaffelsessum, jf. ABL § 26, stk. 2. Det er således kun den del af den samlede anskaffelsessum, der kan henføres til de afståede aktier, der lægges til grund ved opgørelsen af aktieavancen. Den resterende del af anskaffelsessummen betragtes herefter som anskaffelsessum for den resterende del af aktierne. Den resterende anskaffelsessum skal ved senere afståelser fordeles efter samme princip, jf. ABL § 26, stk. 6. Gennemsnitsmetoden har reelt kun en betydning ved delsalg, da resultatet ellers vil være det samme, uanset om gennemsnitsmetoden anvendes eller ej.

Generelt fortolkes realisationskriteriet meget bredt, hvilket betyder, at stort set enhver overgang af ejendomsretten kan resultere i avancebeskatning. Denne udfordring omkring realisation og avancebeskatning kan, og har tidligere været en stor hindring for generationsskifte og omstruktureringer, da beskatningsgrundlaget igennem årene er blevet udvidet, hvorfor flere gevinster er gjort skattepligtige. En af de metoder, der i en længere årrække er blevet benyttet til at imødegå ovenstående udfordringer, er reglerne om skattemæssig succession.

2.5 Udbytte af aktier

Det er vigtigt at bemærke, at udlodning af udbytte og aktieavancer ved afståelse ikke følger af de samme principper som nævnt ovenfor, hvorfor udbytte behandles separat.

For personer beskattes udbytte som aktieindkomst, jf. PSL 4A, stk. 1, nr. 1, jf. LL § 16 A, stk. 2, nr. 1.

For selskaber, der er skattepligtige i Danmark, er udbytte skattefrit, hvis udbyttet hidrører fra datterselskabsaktier eller koncernselskabsaktier, jf. ABL §§ 4A og 4B jf. SEL § 13, stk. 1, nr. 2 såfremt udbytteudloddende selskab ikke har fradragsret for udlodningen. Hvis der er tale om udbytte fra skattefri porteføljeaktier som nævnt i ABL § 4 C, medregnes 70 % af udbyttebeløbet ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, jf. SEL § 13, stk. 2.

2.6 Succession

Formålet med dette afsnit er at fastlægge, hvilke betingelser der skal være opfyldt for, at en aktiepost kan overdrages med succession. Først undersøges det, hvem der kan succedere i aktieavancer, hvorefter betingelserne vedrørende de overdragne aktier behandles.

2.6.1 Formål med successionsmodellen

Formålet med at anvende successionsmodellen ved et generationsskifte er at adskille overdragelsestidspunktet fra beskatningstidspunktet.

Som tidligere nævnt, ses successionsreglerne som en undtagelse til de generelle regler, da overdrageren ikke beskattes af aktieavancen. Grunden til dette er, at erhververen indtræder i overdragerens skattemæssige stilling, hvilket betyder at overdrageren anses for at have købt aktierne til den samme anskaffelsessum på samme tidspunkt som overdrageren, hvorfor beskatningen af aktieavancen udskydes, indtil erhververen senere afstår aktierne, jf. ABL § 34, stk. 2. Dog vil der stadig være et element i form af en afgift, som typisk udspringer sig af, at overdragen afgiver noget af værdi, uden at få betaling. Dette vil typisk blive anset som en gave som resultere i, at erhververen blive afgiftspligtig af værdien.

Successionsreglerne i ABL § 34 skaber derfor en mulighed for, at en virksomhed, der drives i selskabsform, kan overdrages til familiekredsen eller nære medarbejdere.

Successionsmodellen kan både anvendes ved generationsskifte i personligt ejede virksomheder samt generationsskifte i selskaber. Succession i forhold til generationsskifte i personligt ejede virksomheder har hjemmel i KSL § 33 C, hvorimod hjemmel til generationsskifte i selskaber findes i ABL § 34. Generationsskifte i personligt ejede virksomheder vil ikke blive gennemgået yderligere, da opgavens fokus er generationsskifte i selskaber.

2.6.2 Anvendelsesområde

Det bærende element for anvendelse af successionsmodellen er, at generationsskiftet skal ske ud fra et forretningsmæssigt ønske, hvorimod et udelukkende ønske om skatteunddragelse i form af flytning af likvider og kapitalgoder ikke falder inden for successionsmodellens anvendelsesområde.⁹ Det kan dog være særdeles svært at adskille disse to hensigter fra hinanden i praksis, men ikke desto mindre er det der, hvor anvendelsesområdet skiller.

2.6.3 Betingelser for succession med aktier

For overhovedet at kunne anvende successionsreglerne skal følgende betingelser være opfyldt, før der kan ske overdragelse med succession, jf. ABL § 34, stk. 1, nr.2-4.

- Aktierne må ikke være omfattet af ABL § 19
- Den enkelte aktieoverdragelse skal udgøre mindst 1 % af aktie- eller anpartskapitalen
- Der må ikke konstateres et tab ved overdragelsen
- Selskabets virksomhed må ikke i overvejende grad bestå af udlejning af fast ejendom eller besiddelse af kontanter, værdipapir eller lignende

Betingelserne ovenfor vil blive uddybet i det følgende.

Det er udgangspunktet, at alle aktier der er omfattet af ABL, kan overdrages med succession, jf. ABL § 34. Der kan dermed ske overdragelse med succession i aktier i aktieselskaber, anparters i anpartsselskaber og andelsbeviser, jf. ABL § 1, stk. 2. Derudover kan der succederes i konvertible

⁹ Den juridiske vejledning; C.D.6.1.4.8 Generationsskifte

obligationer, jf. ABL § 1, stk. 3. Aktier og investeringsbeviser udstedt af et investeringsselskab er dog ikke omfattet af adgangen til succession, jf. ABL § 19, jf. § 34, stk. 1, nr. 4.¹⁰

Det er endvidere en betingelse for anvendelsen af successionsreglerne i ABL § 34, at der skal ske overdragelse af aktier eller anparter som udgør mindst 1 % af aktie- eller anpartskapitalen i selskabet.

Såfremt der ved aktieoverdragelse konstateres et tab, kan modtageren ikke succedere i virksomheden, hvilket skyldes, at der kun kan succederes i gevinst. Overdrageren kan i denne situation foretage et skattemæssigt tabsfradrag, som om der var tale om et salg til en tredjemand, jf. ABL § 34, stk. 4, jf. KSL § 33 C, stk. 3.

Derudover skal der være tale om en erhvervsmæssig virksomhed, der i overvejende grad ikke udlejer fast ejendom eller besidder kontanter og værdipapirer, også kaldet pengetanksreglen jf. ABL § 34, stk. 1, nr. 3, jf. § 34, stk. 6.¹¹ Dette vil blive uddybet i afsnit 2.6.7.

Det følger endvidere af ABL § 34, stk. 3, at erhververen skal være fuld skattepligtig til Danmark efter reglerne i KSL § 1. Er modtageren ikke fuld skattepligtig til Danmark, er succession kun muligt såfremt aktierne efter overdragelsen, indgår i en virksomhed, der er begrænset skattepligtig til Danmark jf. KSL § 2 stk. 1. nr. 4. Desuden må erhververen ikke i henhold til en dobbeltbeskatningsoverenskomst være hjemmehørende i en fremmed stat, medmindre aktierne indgår i en virksomhed, som efter dobbeltbeskatningsoverenskomsten er skattepligtig til Danmark jf. ABL § 34, stk. 3. 2. pkt.¹² Dette skyldes, at beskattningen af aktieavancen udskydes ved succession, hvorfor ovenstående regler har til formål at sikre, at aktierne efter overdragelsen fortsat beskattes i Danmark, når de senere afstås. Var dette ikke tilfældet, kunne Danmark ved overdragelsen miste beskatningsretten til aktieavancen. Erhververen kunne dermed have en interesse i at overføre den latente skattebyrde til en fremmed stat med lempeligere beskatning og undgå de danske skatteregler. Dette forhindres dog med ABL § 34, stk. 3, da der ikke kan ske

¹⁰ Den juridiske vejledning; C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession

¹¹ Den juridiske vejledning. C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession

¹² Den juridiske vejledning. C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession

overdragelse med succession, hvis Danmark, ved overdragelsen, mister beskatningsretten til den udskudte aktieavance.¹³

2.6.4 Personkredsen

ABL § 34, stk. 1, nr. 1 bestemmer omfanget af den personkreds, der kan modtage de successionsberettigede aktier. Personkredsen omfatter børn, børnebørn, søskende, søskendes børn samt adoptivbørn og stedbørn, jf. ABL § 34, stk. 1, nr. 1. Adoptivforhold og stedbarnsforhold sidestilles med naturligt slægtskabsforhold. Derudover er samleverer også omfattet, hvis overdrageren har haft fælles bopæl med samleveren i minimum to år, jf. BAL § 22, stk. 1, litra d. Som et nyere tiltag til successionsreglerne kan der i dag ske overdragelse af aktier og anparter med succession til en nær medarbejder. For at benytte denne mulighed med succession, er det en betingelse, at medarbejderen inden for de seneste 5 år har været beskæftiget i et antal timer, svarende til fuldtidsbeskæftigelse i sammenlagt mindst 3 år inden overdragelsen, jf. ABL § 35, stk. 1.

Overdragelse af en virksomhed med succession finder anvendelse i nedadgående retning, f.eks. fra far til søn, og ikke i opadgående retning fra søn til far. Der er dog den undtagelse, hvorefter der kan ske overdragelse med succession i opadgående retning. Muligheden for at overdrage aktier tilbage til en tidligere ejere med succession blev indført med lov nr. 532 af 17. juni 2008. Formålet med indførslen var at afhjælpe de tilfælde, hvor der kort efter overdragelsen indtraf uforudsete omstændigheder som f.eks. sygdom eller andet, hvorfor der er tale om en reparationsmulighed i de tilfælde, hvor overdragelsen ikke fik det ønskede udfald. Det er dog en betingelse, at overdrageren erhvervede aktierne fra den tidligere ejer, og at overdrageren indtrådte i den tidligere ejers skattemæssige stilling ved erhvervelsen, jf. ABL § 35a.

2.6.5 Gaveafgift

Hvis successionsmodellen anvendes i sammenhæng med, at der gives en gave, i form af virksomhedens værdi, udløses der som nævnt, en gaveafgift for erhververen, hvorfor reglerne for gaveafgift er relevant og vil blive gennemgået.

¹³ Den juridiske vejledning. C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession

Det skal i denne forbindelse bemærkes, at afgrænsning af den personkreds, der kan overdrage med succession i medfør af ABL § 34 ikke er identisk med den personkreds, der følger af BAL § 22. Forskellen mellem personkredsen i ABL § 34 og BAL § 22 ses i forhold til søskende, søskendes børn og søskendes børnebørn, da disse ikke er omfattet af BAL § 22.

Overdragelse af aktier eller anparter med succession til den personkreds der følger af BAL § 22, medfører en gaveafgift på 15 % af den del, der overstiger et grundbeløb på 62.900 kr. (2017-niveau), jf. § 23, stk. 1. Søskende, søskendes børn og søskendes børnebørn vil derimod blive skattepligtige af en gave, jf. PSL § 3, stk. 1.

2.6.6 Nye regler ift. gaveafgift ved generationsskifte

I lovforslag af marts 2017, som nu er blevet fremsat lægges der op til en gradvis nedsættelse af bo- og gaveafgiften fra 15 % til 5 % frem mod 2020 ved generationsskifte af erhvervsvirksomheder, primært til den nære familiekreds. Lovforslaget blev den 16. December sendt til høring, men høringssvarene har ikke givet anledning til væsentlige ændringer af lovforslaget, og er nu under 1. Behandling.¹⁴

Den gradvise nedsættelse af bo- og gaveafgiften ses i tabel 1.

Tabel 1

År	2016	2017	2018	2019	2020
Bo- og gaveafgiftssats	13 %	13 %	7 %	6 %	5 %

Lovforslaget er målrettet generationsskifte af reelle erhvervsvirksomheder, og der er således ikke tale om en generel afgiftsnedsættelse ved almindelige gaver.

¹⁴ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

Ifølge lovforslaget skal følgende betingelser være opfyldt for at få nedsat bo- eller gaveafgiften:¹⁵

- Nedsættelsen finder kun anvendelse ved overdragelse af erhvervsvirksomheder til den nære familie, der følger af BAL § 22. Afgiftsnedsættelsen omfatter som udgangspunkt ikke overdragelser, hvor der betales tillægsboafgift eller indkomstskat som f.eks. ses ved søskende. Der gælder dog en undtagelse hertil, i de tilfælde, hvor gave giver ikke har nogle efterkommere.
- For at sikre at nedsættelsen af afgiften forbeholdes overdragelse af reelle erhvervsvirksomheder forslås det, at afgiftsnedsættelsen baseres på successionsreglerne i skattelovgivningen. Det er dog ikke et krav, at successionsreglerne faktisk er valgt, men nærmere at betingelserne for at anvende successionsreglerne er opfyldt.
- Det forslås derudover i lovforslaget, at det skal være en betingelse for anvendelsen af den afgiftsnedsættelsen, at overdrageren skal have ejet virksomheden i mindst 1 år forud for overdragelsen, og erhververen skal opretholde ejerskabet i mindst 3 år. Hvis erhververen sælger virksomheden inden for de første 3 år, vil det medføre en forholdsmæssig betaling af bo- eller gaveafgiften svarende til forskellen mellem 15 % og betalingen for den resterende del af den 3-årige periode. Det fremgår dog af bemærkningerne til lovforslaget, at "ejertidskravet" på 1 år forud overdragelsen vil være opfyldt selvom virksomheden er blevet omstruktureret skattefrit inden for den 1-årige periode.
- Som en sidste ting, stilles der krav om en aktiv deltagelse i virksomheden af overdrageren eller nærtstående før overdragelsen.

Der forslås endvidere en udvidelse af pengetanksreglen, således at man fremover også vil betragte ubebyggede grunde og ejendomsprojekter som pengetanksaktiver. Oplistningen af pengetanksaktiverne skal ikke anses for udtømmende, hvorfor aktiver, der kan sidestilles hermed, også skal medregnes i vurderingen. Det skal dog bemærkes at reglerne skal gælde for aktiver, der har karakter af passiv kapitalanbringelse, hvorfor virksomhedens domicilbygninger eller typehusfirmaers midlertidige udlejning af ny opførte boliger ikke er omfattet af disse regler. Endvidere vil reglerne ikke gælde for selskaber, der driver næring med værdipapirhandel eller

¹⁵ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

finansieringsvirksomhed, som er underlagt offentligt tilsyn.¹⁶ Den nuværende pengetanksregel vil blive gennemgået i nedenstående afsnit.

Med disse nye regler kan successionsmodellen blive en mere attraktiv model, da virksomheders værdi ofte er store beløb, som medfører at en gaveafgift, som skal betales ved overdragelsen, kan være økonomiske uoverskuelig for erhververen.

Ud fra afsnit 1.6 om overordnet antagelser for afhandlingen, vil erhververen opfylde ovenstående betingelser, da han er omfattet af BAL § 22, og ikke har i sinde at afstå virksomheden inden for kravet om ejerskab af virksomheden i 3 år.

2.6.7 Pengetanksreglen

Den såkaldte pengetanksregel blev indført ved Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, dødsboscatteloven og kildeskatteloven,¹⁷ hvor der blev indsat en objektiv væsentlighedsbedømmelse til vurdering af, hvornår der er tale om passiv pengeanbringelse.

For virksomheder der er drevet i personligt regi betyder det, at en fast ejendom kun kan overdrages med skattemæssig succession i det omfang ejendommen anvendes i erhvervsvirksomheden som f.eks. en fabriks- eller kontor- ejendom, butik, landbrugsejendom m.v.

Fast ejendom, der anvendes til udlejning, anses derfor i denne sammenhæng ikke som erhvervsvirksomhed. Udlejningsejendomme kan således ikke overdrages med skattemæssig succession, hvilket skyldes, at udlejningsvirksomheden i relation til successionsreglerne ikke betragtes som en aktiv erhvervsvirksomhed, men i stedet anses som en passiv kapitalanbringelse. Også her er der dog undtagelser. Udlejning af fast ejendom, der benyttes til landbrug, gartneri, planteskole, frugtplantage eller skovbrug, kan således godt overdrages med succession.

¹⁶ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

¹⁷ http://webarkiv.ft.dk/Samling/20001/lovforslag_som_vedtaget/L36.htm

For virksomheder drevet i selskabsform indebærer kravet om en aktiv erhvervsvirksomhed, at skattemæssig succession er udelukket, hvis selskabets virksomhed i overvejende grad består af udlejning af fast ejendom eller besiddelse af kontanter, værdipapirer m.v. jf. ABL § 34, stk. 1, nr. 3, jf. stk. 6. Denne regel betegnes i daglig tale som "pengetank-reglen".¹⁸

Formålet med bestemmelsen er, at forhindre overdragelse med succession af passiv virksomhed, som ikke kan anses for at være en reel videreførelse af en driftsbetonet virksomhed som er med til at bidrage til vækst og arbejdspladser. Selskabets aktivitet bliver dermed et afgørende kriterium for, hvorvidt det er muligt at succedere.¹⁹

For en nærmere definition af passiv pengeanbringelse henvises til ABL § 34, stk. 6., hvor det fremgår, at selskabets virksomhed anses for i overvejende grad at bestå af passiv kapitalanbringelse når:

- 50 % eller mere af selskabets indtægter stammer fra udlejning af fast ejendom, besiddelse af kontanter, værdipapirer eller lign. opgjort som gennemsnittet af de seneste tre regnskabsår, eller når
- Handelsværdien af selskabets udlejningsejendomme, kontanter, værdipapirer eller lign. udgør 50 pct. eller mere af handelsværdien af selskabets samlede aktiver på udlodningstidspunktet eller opgjort som gennemsnittet af de seneste tre regnskabsår

Overskrides grænsen på 50 %, kan selskabets aktier således ikke overdrages med succession.

Grænsen er gennem tiden blevet ændret flere gange og har været både 25, 50 og 75 %, men blev senest ved *Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, kildeskatteloven, virksomhedsskatteloven og andre skattelove*,²⁰ fastsat til 50 %. Hvorvidt selskabets indtægter fra passiv kapitalanbringelse ligger under grænsen kaldes indtægtskriteriet, mens spørgsmålet om aktiverne kaldes aktivkriteriet. For at kunne vurdere, hvorvidt der er tale om passivkapitalanbringelse, er det derfor nødvendigt at foretage en opgørelse af selskabets indtægter og aktiver, hvorefter det skal vurderedes, hvilke indtægter og aktiver der stammer

¹⁸ http://v.dk/wp-content/uploads/2016/11/06.13.2016-39-20161001-skattem.-succes-E-v.dk_.pdf

¹⁹ <https://www.retsinformation.dk/forms/R0710.aspx?id=89712>

²⁰ <https://www.retsinformation.dk/eli/ft/200123L00194>

passivkapitalanbringelse. For at mindske betydningen af udsving i selskabets resultater fra år til år skal bedømmelsen foretages som et gennemsnit over de seneste tre regnskabsår. Hvis selskabet har eksisteret i mindre end tre år, sker bedømmelsen ud fra de år, selskabet har eksisteret. Årsagen til at der beregnes på baggrund af de seneste tre gennemsnitlige regnskabsår skyldes, at et enkelt års afvigelse ikke skal kunne bestemme og afgøre skattemæssig successionsmuligheden.

Hvis der er tale om et koncernforhold, f.eks. mellem et holdingselskab og et datterselskab, vil det udelukkende være den del af datterselskabets indtægter eller aktiver, der svarer til ejerforholdet ved opgørelsen af holdingselskabets indtægter eller aktiver, der skal medregnes.

Vurderingen af om holdingselskabet er omfattet af pengetanksreglen, sker derfor samlet for begge selskaber.

2.6.8 Konsekvenser for overdrageren ved succession

Når der sker en generel aktieoverdragelse, vil det som udgangspunkt medføre afståelsesbeskatning for overdrageren. Såfremt successionsmodellen dermed anvendes, i forbindelse med et generationsskifte, bliver overdrageren ikke afståelsesbeskattet, da erhververen indtræder i overdragerens skatteretlige stilling, jf. § 34, stk. 2.

Sker overdragelsen med skattemæssig succession vil det derfor betyde, at overdrageren træder ud af virksomheden og overlader dermed 'livsværket' til erhververen, uden at denne modtager nogen økonomisk kompensation.

2.6.9 Konsekvenser for erhververen ved succession

Da erhververen indtræder i overdrageren skattemæssige stilling, vil det dermed betyde, at han overtager en latent skattebyrde. Det vil sige, at såfremt erhververen senere vælger at afstå virksomheden, vil han blive beskattet af den avance, han opnår, som vil være differencen mellem virksomhedens realiseret værdi og den anskaffelsessum, som overdrageren erhvervede virksomheden til.

Hvis successionsmodellen anvendes i sammenhæng med, at der gives en gave, i form af virksomhedens værdi, udløses der endvidere en eventuel gaveafgift for erhververen ved overdragelsen, som vil kræve at erhververen har den fornødne likviditet til at betale denne.

Ud fra antagelserne om, at det nye lovforslag træder i kraft, og antagelserne om, at erhververen opfylder de nye betingelser for skattemæssig succession, vil gaveafgiften i det følgende kunne tages med i overvejelserne vedrørende valget af generationsskiftemodel.

2.7 A/B-modellen

A/B-modellen er ikke lovreguleret, men skabt udelukkende ud fra administrativ praksis i form af bindende svar fra SKAT, og hviler derfor på de almindelige skatteretlige principper om værdiansættelse, i kombination med selskabsretlige principper om etablering af flere aktieklasser. I dag er modellen blevet en integreret del af dansk skatteret til brug ved et påtænkt generationsskifte. Der vil det følgende foretages en gennemgang af A/B-modellen.

2.7.1 Formål

Formålet med anvendelsen af en A/B-model, er at gøre det muligt at gennemføre et forestående generationsskifte, uden et større likviditetsbehov for erhververen.

A/B-modellen blev første gang anerkendt som generationsskiftemodel i et bindende svar fra SKAT i SKM2003.66.LR.

Modellen blev konstrueret med det formål at overføre en aktiepost fra et selskabs direktør og dennes to medaktionærer til direktørens søn. Da sønnen på daværende tidspunkt ikke kunne tilvejebringe den nødvendige kapital blev der opstillet en model, hvorpå det var muligt at udskyde sønnens fulde betaling for aktieposten.

Modellen indeholdte tre led.

- *Selskabets tilbagekøb af egne aktier fra de udtrædende aktionærer.*
- *Oprettelse af en ny aktieklasse, hvor den gamle aktieklasse samtidig bliver tillagt en forlods udbytteret.*

- *Den indtrædende aktionærs nytegning af aktier.*

Det var Ligningsrådets opfattelse, at den skitserede model kunne accepteres i skattemæssig henseende, men under forudsætning af at rente- og risikofaktoren ville indgå ved beregningen af A-aktionærernes forlods udbytteret.²¹

Modellen tager udgangspunkt i en situation, hvor selskabskapitalen, inden overdragelsen, bliver opdelt i A- og B- aktier. Den opgjorte værdi af selskabet tilknyttes A-aktierne igennem en forlods udbytteret, hvorimod den indtrædende part erhverver B-aktier, som tildeles en stemmeretsbegrænsning. Når forlods udbytteretten er fuldt udnyttet eller udløbet, opløses aktieklasserne, således at erhververen kan købe de tidligere A-aktier fra den oprindelige kapitalejer til en i forvejen fastsat pris.

Erhververen slipper dermed for at betale markedskursen, ved sin indtrædelse i selskabet, samtidig med at erhververen undgår at betale gaveafgift, som det følger af successionsreglerne.

I kapitalselskaber er der ofte tale om væsentligt større beløbssummer, hvilket kan skabe en udfordring for den erhverver, der gerne vil anskaffe sig en aktiepost af en vis indflydelsesmæssig størrelse. A/B-modellen er dermed blevet et attraktivt alternativ til successionsmodellen, på grund af det lavere finansieringsbehov.

Det skal hertil bemærkes, at A/B-modellen kun finder anvendelse på aktier og anparter, hvorimod successionsmodellen både finder anvendelse på aktieoverdragelse og substansoverdragelse.

2.7.2 Anvendelse

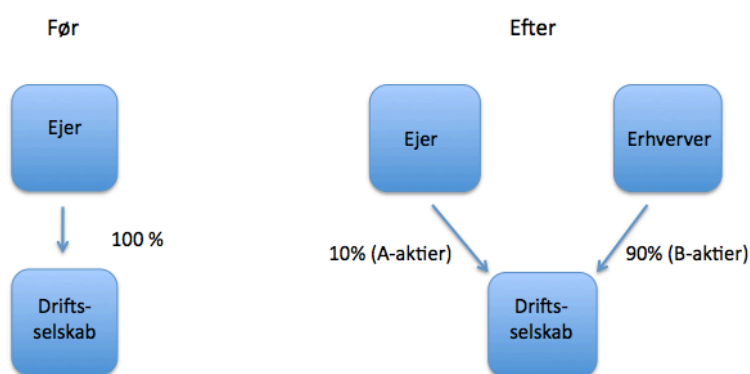
A/B-modellen anvendes ved, at den eksisterende kapitalejer ved hjælp af en fortrinsret til udbytte opnår mulighed for at overdrage en andel af selskabet til erhververen. Modellen bruges ofte i forbindelse med en kapitalforhøjelse, men den kan også bruges ved en direkte overdragelse af aktier eller anparter til den nye erhverver.

²¹ SKM2003.66.LR

Det er endvidere en forudsætning for modellens anvendelse, at den indtrædende aktionær tegner en procentmæssigt lige så stor andel af de samlede aktier, som de udtrædende aktionærer afstår.²²

Brug af A/B-modellen kan illustreres som følgende.

Figur 1:



I figur 1 antages det, at der overdrages 90 % af aktierne (B-aktier) til den nye erhverver, således at den oprindelige ejer beholder en ejerandel på 10 % af aktierne (A-aktier).

A/B-modellen hviler på en forudsætning om, at det forlods udbyttebeløb der tilgår A-aktieklassen er opgjort skatteretligt korrekt, således at B-aktieklassen ikke tildeles yderligere merværdi. Anvendelsen af modellen gøres derfor til genstand for et konkret spørgsmål om, hvorvidt der sker korrekt værdiansættelse af selskabet, og hvorledes der sker korrekt opgørelse af forlods udbytte til A-aktionæren. Værdiansættelsen skal ske efter de almindelige principper, hvorfor det er vigtig at holde for øje, at virksomheden skal opgøres til handelsværdi, altså den værdi der ville fremkomme, hvis handlen skete med en udenforstående tredjemand.

²² SKM2003.66.LR

Det følger af ABL § 34, stk. 1, nr. 3, jf. stk. 6, at en virksomhed ikke kan overdrags ved succession, såfremt selskabets hovedaktivitet eksempelvis omfatter udlejning af fast ejendom eller anden form for passiv pengeanbringelse. Da A/B-modellen kun følger af administrativ praksis må det formodes, at A/B-modellen ikke er underlagt denne pengetanksregel. Hvorfor det endvidere må formodes at være muligt at anvende en A/B- model til et påtænkt generationsskifte, selvom der føres passiv pengeanbringelse.

2.7.3 Personkredsen

A/B-modellen er ikke begrænset til den nævnte personkreds som følger af ABL § 34, stk. 1, nr. 1 og adskiller sig derfor fra successionsmodellen. A/B-modellen finder således anvendelse både mellem interesseforbundne og ikke-interesseforbundne parter, men modellen vil dog være mest interessant mellem interesseforbundne parter, idet A/B-modellen kun stiller krav om et beskedent likviditetskrav, hvilket tiltaler både overdrager og erhverver i et familieforhold.

2.7.4 Holding struktur

Inden man anvender en A/B-model, kan man med fordel strukturere virksomheden gennem et holdingselskab, således at man har mulighed for at opnå skattemæssige fordele.

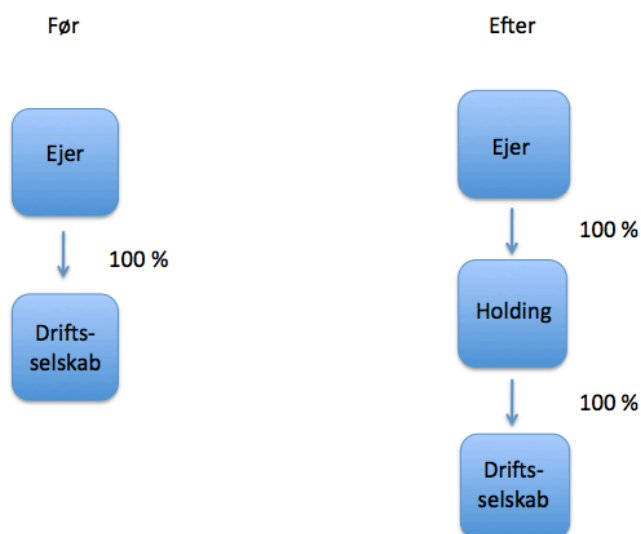
I det følgende afsnit vil reglerne om skattefri aktieombytning blive gennemgået med henblik på at skabe en holdingstruktur som tilvejebringer den mest fordelagtige virksomhedsstruktur inden et generationsskifte foretages ved brug af A/B-modellen.

Det første skridt vil derfor være at danne et holdingselskab ved at anvende reglerne om skattefri aktieombytning, jf. ABL § 36, hvis ejeren af et kapitalselskabet ikke allerede ejer virksomheden gennem et holdingselskab. Holdingselskabets generelle formål vil dermed være at eje kapitalandele i andre driftsselskaber.

En skattefri aktieombytning foregår ved, at ejeren i kapitalselskabet stifter et holdingselskab, hvor aktierne i selskabet indskydes som apportindskud i holdingselskabet. Ejeren stifter således et holdingselskab, som besidder 100 % af aktiekapitalen i driftsselskabet, mens ejeren herefter ejer holdingselskabet 100 %.

Det kan illustreres således:

Figur 2:



2.7.4.1 Betingelser for skattefri aktieombytning

For at skabe den fordelagtige Holding struktur anvendes reglerne om skattefri aktieombytning, jf. ABL § 36. En skattefri aktieombytning kan gennemføres med og uden tilladelse fra told- og skatteforvaltningen, jf. ABL §§ 36, stk. 1, og 36, stk. 2.

For at anvende reglerne om skattefri aktieombytning skal følgende betingelser være opfyldt.

For det første skal vederlaget for de ombyttede aktier bestå af aktier og en eventuel kontant udligningssum, jf. ABL § 36, stk. 1. Hvis man gennemfører aktieombytning uden tilladelse fra told- og skatteforvaltningen er der et yderligere krav til, at værdien af vederlagsaktierne svarer til handelsværdien af de ombyttede aktier, jf. ABL § 36, stk. 6, 2. pkt. Her vil værdiansættelsescirkulæerne TSS cirkulære 2000-09 til værdiansættelse af aktier og anparter samt TSS cirkulære 2000-10 vedrørende værdiansættelse af goodwill ligeledes finde anvendelse.

Det er derudover et krav for gennemførelsen af den skattefrie aktieombytning, at holdingselskabet og dermed også kapitalejeren opnår bestemmende indflydelse i driftsselskabet, jf. ABL § 36, stk. 2. Bestemmende indflydelse defineres ved, at der opnås over halvdelen af stemmerettighederne i driftsselskabet, jf. formodningsreglen i SEL § 31C, stk. 1. Det skal dog bemærkes, at bestemmende indflydelse nærmere kan specificeres ved antallet af stemmerettighederne frem for selve antallet

af kapitalandele, hvilket er en af grundene til, at B-aktierne pålægges en stemmeretsbegrænsning indtil A-aktionærens forlods udbyttet er indfriet.

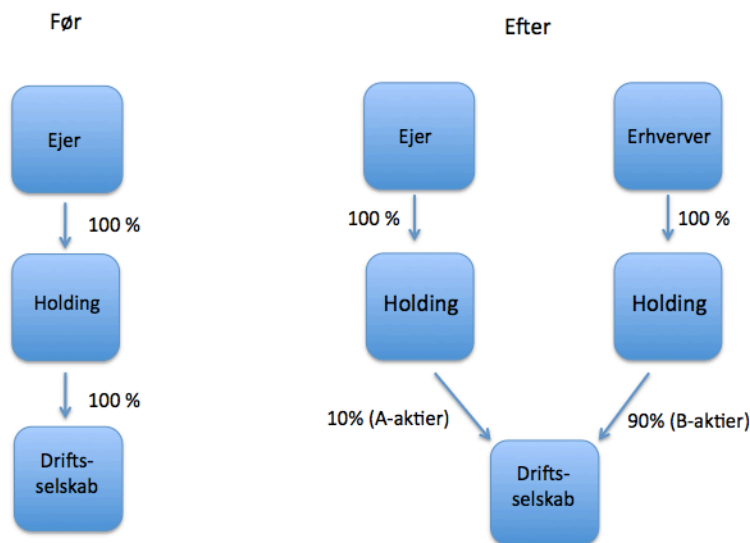
Ved anvendelse af reglerne om skattefri aktieombytning uden tilladelse, vil der være et yderligere krav til at, aktierne i driftsselskabet ikke afstås i en periode på minimum tre år efter ombytningstidspunktet. Dette skyldes, at det vil vække mistanke vedrørende skatteunddragelse, jf. ABL § 36, stk. 6, 3. pkt. Konsekvensen for afståelse af aktierne inden den treårige periode er derfor, at aktieombytningen bliver skattepligtig.

Etableringen af en A/B-model kan foretages ved en kapitalforhøjelse, hvor der samtidig tegnes nye aktieklasser. Kapitalforhøjelsens størrelse er meget varierende, og udvidelsen kan godt udgøre mere end majoritetens kapitalandel. Der skal herefter foretages en vedtægtsændring i driftsselskabet, der opdeler selskabskapitalen i A- og B-aktier. Som udgangspunkt vil denne vedtægtsændring udgøre afståelse, men eftersom kapitalejeren er eneaktionær på vedtægtsændringstidspunktet, forekommer der ikke at være en formueforskydning mellem aktionærene, hvorfor det ikke anses som en afståelse.²³ På samme måde vil betingelsen om den treårige periode ikke stå i vejen for generationsskifte ved brug af A/B-modellen.

Hvis den nye erhverver ikke allerede er ejer af et holdingselskab, vil det ligeledes være en fordel at oprette et holdingselskab inden anvendelsen af A/B-modellen. Som tidligere nævnt erhverver den indtrædende part B-aktier, som ofte er tildelt en stemmeretsbegrænsning, mens den oprindelige kapitalejer tildeles A-aktier. For at beholde status som datterselskabsaktier, ses det ofte, at den oprindelige kapitalejer beholder 10% eller derover, hvilket illustreres i figur 3.

²³ SKM2012.257.SR

Figur 3:



Når konstruktionen er på plads, kan holdingselskaberne skattefrit modtage udbytte fra driftsselskabet, SEL § 13, stk. 1, nr. 2, hvis der er tale om datterselskabsaktier, jf. ABL § 4 A, eller koncernselskabsaktier, jf. ABL 4B.

Ved at have oprettet en holdingstruktur sker der således en skatteudskydelse, idet skattepligten først opfyldes, når kapitalejeren ønsker at realisere det modtagende udbytte, der nu befinder sig i holdingselskabet. Dette skyldes, at når udbytte realiseres, vil det være til en person som beskattes af udbytte som aktieindkomst, jf. PSL 4A, stk. 1, nr. 1, jf. LL § 16 A, stk. 2, nr. 1.

Når en kapitalejer ønsker at afstå aktierne i drift selskabet vil det på samme måde være muligt for holdingselskabet at afstå aktierne skattefrit, hvis der ejes mere end 10% af aktierne i datterselskabet, jf. ABL § 8. Er der derimod tale om en ejerandel på under 10%, kan det medføre beskatning, hvis porteføljeaktierne ikke er omfattet af ABL § 8, da de i så fald vil være skattepligtige porteføljeaktier jf. ABL § 9, stk. 1. Dette skal ses i modsætning til, de tilfælde hvor man ejer aktierne i et selskab som person. Heraf vil man blive beskattet af al gevinsten ved afståelse af aktier, jf. PSL § 4A, stk. 1, nr. 2, jf. LL § 16B.

2.7.5 Kapitalforhøjelse eller kapitalnedsættelse

Som tidligere nævnt kan etableringen af en A/B model foretages ved en kapitalforhøjelse, kapitalnedsættelse eller hvor den eksisterende kapitalejer tegner nye aktieklasser, som den nye erhverver herefter køber.

Det ses i SKM.2015.195.SR,

Hvor børnene af de eksisterende ejere sammenlagt skulle eje 80 % af Holding ApS når nytegningen er gennemført.

Køreplanen forventes i øvrigt at være som følger:

1. Børnene stifter hver i sær holdingselskaber, der efterfølgende tegner nye B-aktier i Holding A/S.

2. Den nuværende aktiekapital i Holding A/S nedsættes til nom. 51.000 kr. (reelt uden betydning for bedømmelsen af A/B-modellen)

3. Kapitalen i Holding A/S forhøjes på samme generalforsamling med B-aktier ved kontant indskud.

Spørgerne nytegner B-aktier for samlet set nom. 204.000 kr. Disse B-aktier fordeles blandt børnene.

Ved en kapitalforhøjelse forstås et selskabs tilførsel af midler til selskabskapitalen. Beslutningen om en kapitalforhøjelse skal træffes på generalforsamlingen efter samme stemme regler, som gælder for vedtægtsændringer. Forhøjelse af selskabskapitalen, vil i dette tilfælde, kunne ske ved tegning af nye kapitalandele eller ved overførsel af selskabet reserver.²⁴

Ved en kapitalnedsættelse forstås et kapitalselskabs nedsættelse af sin selskabskapital med henblik på enten udbyttebetaling til ejerne eller til dækning af et underskud i selskabet. Beslutningen skal ligeledes træffes på generalforsamlingen, hvorefter det skal anmeldes til registrering hos Erhvervsstyrelsen. Det skal dog være i overensstemmelse med lovgivningens mindstekrav til selskabskapitalen størrelse på henholdsvis 500.000 kr. for aktieselskaber og 50.000

²⁴ <http://hviidadvokater.dk/kapitalforhoejelse-kapitalnedsaettelse/>

kr. for anpartsselskaber. Selskabskapitalen kan derfor ikke nedsættes til under disse beløbsgrænser.

2.7.6 Vedtægtsændring

Før det er muligt at anvende A/B-modellen skal der foretages en vedtægtsændring på generalforsamlingen. Grunden til dette er, som tidligere nævnt, at aktierne i selskabet skal opdeles i forskellige aktieklasser, henholdsvis A- og B-aktier.

SEL § 45, stk. 1, 2. pkt. hjemler en ret, der giver adgang til at opdele selskabskapitalen i forskellige kapitalklasser ved en vedtægtsændring. Det er dog en betingelse at vedtægterne angiver de forskelle, der knytter sig til den enkelte klasse af kapitalandele og størrelsen af den enkelte klasse, jf. SEL § 42, stk. 1, 2. pkt.

Når der skal foretages en vedtægtsændring skal lighedsgrundsætningen overholdes. Lighedsgrundsætningen følger af SEL § 108 og fordre, at alle kapitalejere i et selskab har lige rettigheder, herunder stemmevægt og ret til udbytteudlodning. På selskabets generalforsamling må der derfor ikke træffes beslutninger om dispositioner, der åbenlys tilsigter at give visse kapitalejere, inden for samme aktieklasse, en utilbørlig fordel på de andre aktionærers bekostning. En vedtægtsændring, der opdeler selskabets kapital i aktieklasser, og derved forhindrer B-aktionærerne i at modtage udbytte fra selskabet, før A-aktionærens forlods udbytteret er indfriet, kan derfor virke modstridende i forhold til lighedsgrundsætningen. Det skal dog bemærkes, at der ved generationsskifte ofte kun vil være én ejer inden generationsskiftet foretages, hvorfor denne opdeling ikke påvirker andre kapitalejere ved vedtægtsændringen. Det skal samtidig bemærkes, at lighedsgrundsætningen stadig består, da alle aktionærer inden for den samme aktieklasse vil have samme rettigheder som andre inden for den samme aktieklasse.

Dette ses i SKM2008.600.SR,

Hvor det statueres, at såfremt der foretages vedtægtsændringer i et selskab, sidestilles dette efter praksis med overdragelse af aktier, når aktierne efter vedtægtsændringen vurderes at have en anden identitet. Dette er dog kun tilfældet, når vedtægtsændringen medfører en formueforskydning mellem selskabets aktionærer. Vedtægtsændringer, der

medfører en ændret udbytteudlodning til forskellige aktionærklasser, anses normalt at indebærer en så væsentlig ændring, at disse tilfælde skattemæssigt vil blive sidestillet med afståelse, men mindre vedtægtsændringen efter en konkret bedømmelse må tillægges mindre betydning, jf. Ligningsvejledningen 2008-2.²⁵ A- og B-aktieforholdet påtænkes imidlertid først ophævet efter C ApS' erhvervelse af A-aktierne i B A/S fra A ApS. Da det således kun er C ApS, der er aktionær på tidspunktet for vedtægtsændringen, sker der ingen formueforskydning mellem aktionærer. Den udtrædende A ApS påvirkes heller ikke af vedtægtsændringen, idet en eventuel afståelsesbeskatning som følge af vedtægtsændringen forudsætter, at aktionæren er aktionær på tidspunktet for vedtægtsændringen.

Vurderingen sker således på tidspunktet for vedtagelsen af ændringen, hvor den indtrædende part, der ønskes generationsskiftet til, endnu ikke er indtrådt i selskabet, hvorfor der som tidligere nævnt ikke sker en reel formueforskydning.

Da en vedtægtsændring af denne karakter ændrer på fordelingen af aktierne i et selskab, opstår der endvidere en problemstilling vedrørende afståelse. Afståelse er defineret i ABL § 30, stk. 1, hvor afståelse anses som værende salg, bytte, bortfald og andre former for afhændelse.

“Foretages der vedtægtsændringer i et selskab, som indebærer en ændring af aktiernes rettigheder, sidestilles dette efter praksis i visse tilfælde med en afståelse.”²⁶

Det beror på en konkret bedømmelse, om hvorledes ændringen sidestilles med afståelse. Det vil ved denne bedømmelse skulle vurderes, hvorvidt ændringerne resultere i, at aktierne får et væsentligt andet indhold end før vedtægtsændringerne. Dette sammenholdes med de bagvedliggende intentioner for, hvad der i øvrigt opnås med vedtægtsændringerne.

²⁵ Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2011-1; S.G.2.3.1.2 Vedtægtsændringer

²⁶ Den juridiske vejledning; C.B.2.1.4.8 Vedtægtsændringer

Det vil således være afgørende om vedtægtsændringerne resultere i en forskydning af en aktionærs økonomiske rettigheder, herunder om der ændres i retten til udbytte eller fordelingen af denne, da disse vil anses som væsentlige ændringer og vil sidestilles med afståelse. Såfremt der sker en forskydning af de økonomiske rettigheder ved ændringer i aktieklasserne, eksempelvis ved en senere ophævelse af en forlods udbytteret, vil det resultere i at aktier tilhørende begge aktieklasser anses som afstået. Hvis der i generationsskiftet er aftale om begrænsning af stemmeret, vil en vedtægtsændring angående dannelsen eller ophævelsen af denne *kun undtagelsesvis* medføre, at der foreligger skattemæssig afståelse.

Med afsæt i, at vedtægtsændringer som udgangspunkt, resultere i en afståelse i rent skattemæssig forstand, har administrativ praksis udviklet sig gennem årene, siden første anerkendelse af A/B-modellen i SKM.2003.66.LR. Der er således gennem afgørelser fra Ligningsrådet og Skatterådet ændret praksis for, hvornår og under hvilke omstændigheder der sker afståelsesbeskatning.

I SKM2015.274.SR,

bekræftede Skatterådet, at en vedtægtsændring i en A/B-model ikke ville have skattemæssige konsekvenser. Det er dog en forudsætning, at en vedtægtsændring af denne art kun kan godkendes, hvis den efterfølgende overdragelse eller nytegning af B-aktierne sker til handelsværdien. Såfremt det ikke sker til handelsværdien, anses overdrageren for, i skattemæssig henseende, at have afstået og genkøbt samtlige aktier i selskabet til handelsværdien på tidspunktet for vedtægtsændringen. SKAT begrundede sit synspunkt med, at vedtægtsændringen måtte ansues som en del af en samlet transaktionsrække, idet der ikke er nogen forretningsmæssig begrundelse for opdelingen uden at lave en efterfølgende overdragelse eller nytegning. Skatterådet var ikke enig med SKAT, hvorefter de udtalte, at vedtægtsændringen ikke skulle medføre afståelsesbeskatning af samtlige aktier, selvom der efterfølgende skete salg eller nytegning af B-aktierne til en pris, der var lavere end handelsværdien. B-aktierne kunne derfor tegnes til kurs 100, hvorefter forlods udbyttet kunne sættes til handelsværdien.²⁷

²⁷ Jf. SKM2003.134.LR, SKM2004.416.LR, SKM2005.549.LR, SKM2010.2.LR og SKM2015.274.SR

2.7.7 Forlods udbytteretten

Ved aktieklassernes opdelingen i henholdsvis A- og B-aktier, tillægges A-aktierne en forlods udbytteret, som resultere i, at A-aktionæren er berettigede til udloddet udbytte, før B-aktionæren. Som tidligere nævnt tog SKAT første gang stilling til A/B-modellen i SKM2003.66.LR, hvor Told- og Skattestyrelsen finder frem til, at grundelementet i A/B-modellen og anvendelsen heraf, er formelen, der skal beregne A-aktionærens forlods udbytteret.

Af den pågældende afgørelse fremgik formelen således:²⁸

$$(A-B) : C = D$$

Hvor:

- A er den samlede betaling for de udtrædende aktionærers samlede aktieposter
- B er den samlede betaling for den indtrædende aktionærs tegning af aktier
- C er den relevante aktieposts procentmæssige andel af alle aktier
- D er den beløbsmæssige størrelse af det udbytte, der skal udloddes forlods.

Hertil skal det bemærkes, at Ligningsrådet pointerede visse kritikpunkter ved formelen, idet der ikke var taget højde for en rente- og risikofaktor i afgørelsen. Grunden til at Ligningsrådet mente, at denne burde indgå i beregningen var, at købesummen for selskabet udskydes og betales i rater over en længere periode i form af forlods udbytte til A- aktionæren. Det samlede forlods udbytte bør derfor forrentes, indtil beløbet er fuldt indfriet, idet A-aktionæren påtager sig en risiko, da selskabet kan risikere at blive opløst som følge af konkurs eller andet.²⁹

Det ses efterfølgende i SKM.2004.416.LR:

Hvor en eneanpartshaver ønskede, at lade sine to børn's holdingselskaber nytegne anparter i faderens 100 % ejede datterselskab. I forbindelse med nytegningen foretages der en vedtægtsændring, således at der efter nytegningen vil være tre anpartsklasser: de nuværende A- og B-anparter, der herefter er tillagt en forlods udbytteret og de nye C-

²⁸ SKM2003.66.LR

²⁹ SKM2003.66.LR

anparter, der således skal tåle de andre anparters forlods ret til udbytte. Tegningskursen på anpartsposterne oversteg imidlertid børnenes holdingselskabers betalingsevne, hvilket medførte at de indtrædende anpartshavere skulle give afkald på den del af udbyttet, der svarede til deres uberettigede andel af selskabets værdi.

Eftersom de indtrædende anpartshavere skulle give afkald på deres uberettigede andel af udbyttet i kraft af A- og B- anpartshavernes ret til forlods udbytte, lyder formelen herefter:

$$\frac{\text{Ejerandel (selskabets værdi + tegningsbeløb)} - \text{tegningsbeløb}}{\text{Ejerandel}}$$

Af ovenstående formel ses det, at resultatet af tælleren divideres med ejerandelen, således at A- og B-aktionærerne modtager det fulde forlods udbytte.

I den nærværende sag havde rådgiveren foreslået en forrentning på 6 % p.a. som følge af den udskudte betaling. Told- og skattestyrelsen tilsluttede sig denne forrentning.

Eftersom forlods udbyttet ville blive udbetalt over en åremålsbegrænsningsperiode på to år, fandtes der ikke at være behov for en risikofaktor. Det ses dermed, at Ligningsrådets tidligere kritikpunkter blev inddraget i formelen for beregningen af forlods udbyttet, hvorfor der skete en opdatering beregningsmodellen samt tillæg af en rente- risikofaktorer i SKM2004.416.LR.

På baggrund af ovenstående afgørelse kan A/B-modellen således anvendes, når den eller de indtrædende aktionær(er) kun har et bestemt finansierings beløb, hvilket bruges som udgangspunkt for fastsættelse af den erhververens indtrædelseskurs, hvorefter størrelsen på udbytteretten beregnes.

Forskellen mellem de to ovenstående afgørelser ligger således i, at SKM2003.66.LR beregner A-aktionærens forlods udbytte ud fra forskellen på de anslåede handelsværdier på aktierne fra de udtrædende aktionærer samt den indtrædende aktionærs maksimale betalingsevne. Hvorimod det, i SKM2004.416.LR, beregnes i forhold til det beløb, som de indtrædende anpartshavere får del

i ved nyttegningen, hvor der også sker en efterfølgende forrentning af forlods udbyttet, hvilket uddybes i afsnit 2.7.9. Formlen til beregning af forlods udbyttet, som fremkom i SKM2004.416.LR, er efterfølgende blevet kaldt Ligningsrådets beregningsmodel.³⁰

2.7.8 Åremålsbegrænsningsperioden

Åremålsbegrænsningsperioden er et udtryk for en tidsmæssig grænse for den periode som udbytteretten skal løbe over. Den er således med til at forhindre, at forlods udbytteretten løber uendeligt, mens den samtidig sikre, at aktiernes pris er svarende handelsværdien.³¹

I SKM2010.2.SR,

blev det muligt at tidsbegrænse en forlods udbytteret. Baggrunden for denne åremålsbegrænsningsperiode er, at enhver uafhængig køber vil foretage en estimering af, hvor lang tilbagebetalingstid der forventes at være for den pågældende investering. Hvis det viser sig efterfølgende, at tilbagebetalingen tager længere tid end forventet, og skyldes dette ikke købers forhold, er der i princippet betalt for meget for virksomheden.

Det skal hertil bemærkes, at der i ovenstående afgørelse blot skabes en mulighed for åremålsbegrænsningsperioden. Der findes dog ikke en general sædvane i administrativ praksis om selve længden af åremålsbegrænsningsperioden, og det må derfor antages, at der ikke er et bestemt krav fra myndighedernes side ved anvendelse af A/B-modellen. Det vil derfor være andre faktorer, der spiller ind ved fastsættelsen af åremålsbegrænsningsperioden.

Åremålsbegrænsningen er et centralt element i relation til udbytterettens størrelse, da længden af åremålsbegrænsningsperioden kan påvirke sandsynligheden for, at der tillægges en rente-/risiko faktor. Hvis åremålsbegrænsningsperioden sættes til en længere årrække, kan der være en større risiko forbundet, idet sandsynligheden for at virksomheden går konkurs eller lignende, er større. Der skal derfor tillægges en rente- og risikofaktorer i de tilfælde, hvor der må anses at være en forhøjet risiko forbundet i forhold til virksomhedens likviditet eller længden på åremålsbegrænsningsperioden. Det skal ydermere pointeres, at en kortvarig åremålsperiode

³⁰ SKM2004.416.LR

³¹ SKM2010.2.SR

ligeledes kan påføre A-aktionæren en risiko, idet selskabet er pålagt at udbetale et større forlods udbytte årligt, hvilket kan ramme selskabet økonomisk uhensigtsmæssigt. Uanset om man vælger en lang eller en kort åremålsbegrænsningsperiode, skal bestyrelser i kapitalselskaber, ud over at varetage den overordnede og strategiske ledelse, påse, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapitalselskabets nuværende og fremtidige forpligtelser.

Åremålsbegrænsningsperioden vurderes endvidere ud fra:

- Erhververen
- Overdrageren
- Bestyrelsen

Det ses endvidere i SKM2010.2.SR,

Hvor det statueret, at situationen kan anskues således, at en A-aktionæren der lader sig vederlægge med aktier med forlods udbytte, også må udnytte denne udbyttet i samme omfang, som en uafhængig tredjemand ville gøre. Det forudsættes derfor at A-aktionæren udnytter sin indflydelse til at sikre, at der rent faktisk udloddes udbytte fra selskabet. Dog må A-aktionæren acceptere, at selskabets bestyrelse skal sikre, at selskabets kapitalberedskab er forsvarligt, hvorfor det ikke er givet, at hele årets overskud efter skat kan udloddes til A-aktionæren.

Erhververen har naturligvis en interesse i, at der fastsættes en åremålsbegrænsning, hvilket skyldes ønsket om, at gøre udbytteperioden så kort som muligt. Afvikling af forlods udbyttet kan alene ske ved selskabets egen indtjening, og så længe A-aktionæren har ret til forlods udbytte, vil B-aktionæren ikke modtage udbytte.

Modsat vil overdrageren have en interesse i, at der ikke er nogen tidsbegrænsning, da overdrageren dels kan have et ønske at fortsætte virksomheden uden at være forpligtet til at udlodde mere udbytte end højest nødvendigt, således at selskabet har et større råderum, da

kapitalen forbliver i selskabet og dels et ønske om, at få hele udbytteretten udbetalt, hvilket en tidsubegrænset periode øger sandsynligheden for.

Selvom erhververen og overdrageren kan have hver deres interesser, også selvom de er interesseforbundne, så er bestyrelsen til enhver tid forpligtet til at vurdere den økonomiske situation og sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt, jf. SEL § 115, stk. 1, nr. 5. Det er således bestyrelsen, der sidder med det overordnede ansvar for, at det generationsskiftende selskab ikke foretager uforsvarlige økonomiske dispositioner, der vil skade selskabets kapitalberedskab.

Der vil derfor primært være to forhold der skal tages højde for, når en åremålsbegrænsningsperiode skal fastsættes, hvilket er selskabets økonomiske forhold, samt risikoen for, at A-aktionæren ikke får sit fulde udbytte. Sidstnævnte skyldes, at hvis udlodning af forlods udbyttet ikke realiseres inden for åremålsbegrænsningsperioden, kan det resultere i at selskabet ikke anses som værdiansat til handelsværdi, og således ende i afståelsesbeskatning hos A-aktionæren og gaveafgift hos B-aktionæren. Dette skal derfor sammenholdes med, at den forlods udbytteret tillægges en passende forrentning, svarende til selskabets finansieringsrente i øvrigt.³² Såfremt der ikke er sket tilstrækkelig indtjening til betaling af forlods udbyttet inden for åremålsbegrænsningsperioden udløb, kan det indikere at prisen ikke var korrekt.

2.7.9 Rente og Risiko faktor

Siden SKM2003.66.LR har modellen som nævnt, undergået indtil flere modifikationer, herunder i SKM2004.416.LR, hvor der blev taget højde for den risiko som A-aktionæren løber, ved at blive betalt gennem et forlods udbytte, og Ligningsrådet fastsatte heri, en endelig model for beregning af forlods udbyttet, hvor forrentningen blev fastsat, således at den kompenserer for rentetab og betalingsrisiko ud fra en konkret vurdering af renteniveau og det pågældende selskabs betalingsevne. Ligningsrådet fandt i den pågældende afgørelse, at et renteniveau på 6 % inklusiv risiko, måtte anses som rimeligt. På tidspunktet for afgørelsen forelå der ikke tidligere tilgængelig praksis på området, hvorfor denne forrentningen ansås som den første.

³² SKM2010.1.SR

I SKM2005.549LR, der erstatter SKM2005.320LR,

ønskede et ægtepar at gennemføre et generationsskifte af virksomheden til deres søn, således at sønnen blev medejer af driftsselskabet. Det fremgik af afgørelsen, at et evt. risikotillæg var inkluderet i renteniveauet på 5 %. Renteniveauet på 5 % blev bekræftet som gældende praksis i SKM2006.387.SR, hvor B-aktierne blev tillagt en forlods udbytteret på 5 % af den til enhver tid bestående B-aktiekapital.

Senere skete der en udvikling i SKM2008.697.SR.

Her tilsluttede skatterådet sig forespørgers ansøgning omkring en forrentning af udbytteretten på 3,75 % p.a., hvilket på det pågældende tidspunkt svarede til selskabets eksterne finansieringsrente efter skat (anslået til 5 % p.a. før skat). Baggrunden for at anvende en efter-skat-rente var baseret på, at der ikke var fradrag for udgifter til forrentning af egenkapital, og blev herefter accepteret af SKAT og Skatterådet, hvorefter en ny praksis for størrelsen af forrentningen blev fastsat og en efter-skat betragtning blev grundlagt.

I SKM2010.288.SR,

blev der fremsat en forespørgsel om compensation via rente- samt en eventuelt risikofaktor. A-anpartshaverne blev tillagt en rente på 5 %, hvor der samtidig anmodes om bindende svar fra SKAT i henhold til hvorvidt den forlods udbytteretten skulle tillægges et risikoelement. På baggrund af selskabets aktivitet mente parterne dog ikke, at der i det pågældende tilfælde var grundlag for at indregne et risikotillæg, hvilket SKAT var enig i. Det viste sig dog efterfølgende, at der var et behov for at indregne et sådant risikoelement grundet underskudsgivende resultater de følgende år. Afgørelsen konkluderede således, at der på grund af risikoen for ikke at modtage den fulde beregnede forlods udbytteret blev tillagt en rente plus et risikotillæg på restsaldoen. At der efterfølgende havde vist sig en risiko, ændrede dog ikke på den oprindelige vurdering. SKAT kom endvidere frem til samme konklusion, som i SKM2010.2.SR, således at A-aktionæren måtte tåle en

manglende opfyldelse af den forlods udbytteret, og udelukkende se sig kompenseret gennem den pålagte rente- og risikofaktor.

SKAT lagde til grund, at der i modellen ikke er indbygget en sikkerhed for de eksisterende aktionærer om, at de vil kunne få udbytte svarende til den beregnede forlods udbytteret. På grund af risikoen for eventuelt ikke at modtage det fulde beregnede forlods udbytte tillægges en rente plus et risikotillæg på restsaldoen. Henset hertil ville restsaldoen bortset fra rentetilskrivningen ikke påvirkes af et realiseret underskud i selskabet.

Det kan derfor udledes, at der ikke nødvendigvis altid er behov for et risikotillæg. Det skal vurderes ud fra den enkelte virksomheds aktivitet, indtjeningssevne og forhold i øvrigt. Hvis der, som i ovenstående afgørelse, vurderes ikke at være en risiko forbundet, skal der ikke tillægges et risikotillæg. Det skal samtidig bemærkes, at SKAT i ovenstående afgørelse fastslår, at der ikke bagefter kan stilles krav om compensation, da risikoen for manglende udbytte er indregnet i risikotillægget, hvorfor de må se sig kompenseret gennem denne.

I SKM2011.79SR kom en opfølgning på afgørelsen i SKM2010.288SR, hvor det endeligt blev bekræftet at risikotillægget kunne undlades i fastsættelse af forrentningssatsen. Skatteministeriet var her enig i, at der ud fra en konkret vurdering af samtlige omstændigheder i sagen, herunder størrelsen af forlods udbytteretten, selskabets nuværende kapitalforhold og indtjeningssevne, varigheden af forlods udbytteretten, den af parterne i øvrigt fastsatte forrentning m.v., kunne ses bort fra risikotillægget. Endvidere var skatteministeriet enig i, at der ud fra en konkret vurdering af samtlige omstændigheder i sagen og nuværende renteniveau, at forrentningen skulle fastsættes til 4 %.

Det kan gennem afgørelsen således endeligt bekræftes, at der kan bortses fra risikotillæg, hvor omstændighederne tillader dette med henvisning til de pointerede faktorer i den pågældende afgørelse.

Der blev efterfølgende taget stilling til en rente- og risikofaktorer i SKM2011.571SR, hvor der ønskes et bindende svar på en accept af en forrentning på 3 % p.a. hvori der implicit indgik et

risikotillæg. Skatteministeriet bekræftede i henhold til SKM2010.2.SR, at generationsskiftemodellen indebærer en usikkerhed for at A-anparterne ikke modtager det fulde udbytte, hvorfor der skulle tilskrives et risikotillæg i form af en rente.

2.7.10 Ophør af aktieklasser

Der kan ske ophør med aktieklasserne på følgende to måder. Dette kan ske enten ved at udbytteretten er udtømt eller ved at åremålsbegrænsningsperioden er udløbet.

Det ses i SKM2010.2.SR,

hvor Skatterådet tiltrådte SKAT's indstilling og begrundelse, om at når forlods udbytteretten enten er fuldt afviklet eller bortfaldet som følge af åremålsbegrænsningen, har bestemmelserne herom i selskabets vedtægter udtømt deres funktion. En ophævelse af bestemmelserne er derfor uden materielt eller økonomisk indhold, hvorfor der ikke herved kan ske nogen formueforskydning mellem aktionærerne. Ophævelsen af opdelingen i aktieklasser, med samme rettigheder medfører ikke formueforskydning mellem aktionærerne, når retten til forlods udbytte er ophørt. Det vil derfor ikke have nogle skattemæssige konsekvenser.

I praksis vil der dog stadig være usikkerheder forbundet med skattemæssige konsekvenser, i de situationer, hvor udbytteretten ikke er indfriet ved åremålsbegrænsningsperiodens ophør. Denne usikkerhed relaterer sig til, om der reelt er sket en formueforskydning mellem parterne eller ej.

I SKM2010.288.SR, som tidligere beskrevet, var SKAT endvidere af den opfattelse, at det ikke ville have nogen betydning for forlods udbytteretten, såfremt selskabets kapitalforhold ud fra en forretningsmæssig forsvarlig begrundelse nødvendiggjorde, at et givent års resultat ikke kunne udloddes. SKAT lagde særligt vægt på, at forlods udbytteretten skulle iagttages loyalt ud fra den økonomiske situation på det pågældende udlodningstidspunkt.

2.7.11 Konsekvenser for overdrageren ved A/B-modellen

Inden anvendelsen af en A/B-model kan overdrageren med fordel oprette et holdingselskab, hvilket medfører, at overdrageren kan modtage skattefrit forlods udbytte, såfremt der er tale om datter- eller koncernselskabsaktier, jf. ABL §§ 4A eller 4B, jf. SEL § 13, stk. 1, nr. 2.

Når A/B-modellen anvendes, modtager overdrageren virksomhedens værdi i form af forlods udbytte, samtidig med at stemmeretten bevares indtil forlods udbytteretten er udtømt eller åremålsbegrænsningsperioden er udløbet. Overdrageren vil derfor stadig besidde den bestemmende indflydelse over virksomheden, selvom han kun ejer 10 %, hvilket skyldes, at B-aktierne er tillagt en stemmeretsbegrænsning.

Ved fastsættelse af forlods udbytteretten kan overdrageren have en interesse i, at der ikke fastsættes nogen åremålsbegrænsningsperiode, da overdrageren kan have et ønske om, at få hele udbytteretten udbetalt, hvilket en tidsbegrænset periode øger sandsynligheden for. Samtidig kan overdrageren have et ønske om ikke at forpligte virksomheden til at udlodde mere udbytte end højest nødvendigt, for at bevare kapitalen i selskabet. I tilfælde af underskudsår, hvor der ikke kan udloddes udbytte, vil overdrageren kunne se sig kompenseret for manglende udbytte gennem en risikofaktor, jf. SKM2010.288.SR.³³

2.7.12 Konsekvenser for erhververen ved A/B-modellen

Ved anvendelse af A/B-modellen vil erhververen kunne købe en væsentlig del af virksomhedens aktiepost, i form af B-aktierne, til en lavere værdi, almindeligvis kurs 100. Erhververen kan dermed opnå en større ejerandel end de ellers ville have kunnet erhverve, hvis der ikke var sket en opdeling af kapitalen.

Dog må erhververen tåle kun at være med på sidelinjen indtil forlods udbytteretten er udtømt eller åremålsbegrænsningsperioden er udløbet. Først derefter opnår erhververen bestemmende indflydelse over virksomheden. Erhververen vil derfor have en interesse i, at der fastsættes en åremålsbegrænsningsperiode, da erhververen dermed har en nogenlunde fornemmelse af, hvornår han reelt overtager virksomheden.

³³ Afsnit om rente- og risikofaktor

2.8 Delkonklusion

Udgangspunktet for en aktieoverdragelse er, at det medføre afståelsesbeskatning af den avance, der opnås ved overdragelsen, jf. ABL § 1. Ved anvendelse af successionsmodellen bliver overdrageren, som en undtagelse hertil, ikke afståelsesbeskattet, idet erhververen indtræder i overdragerens skatteretlige stilling, jf. ABL § 34, stk. 2. Overdrageren træde dermed også ud af virksomheden uden at modtage nogen form for økonomisk kompensation.

Såfremt erhververen senere vælger at afstå virksomheden, vil der derfor foreligge en latent skattebyrde, således at erhververen vil blive beskattet af den avance, han opnår. Han vil dermed blive beskattet af differencen mellem virksomhedens realiseret værdi og den anskaffelsessum, som overdrageren i sin tid erhvervede virksomheden til.

Hvis successionsmodellen anvendes i sammenhæng med, at der gives en gave, i form af virksomhedens værdi, udløses der en eventuel gaveafgift for erhververen. I det fremsatte lovforslag lægges der op til en gradvis nedsættelse af bo- og gaveafgiften fra 15 % til 5 % frem mod 2020 ved generationsskifte til den nære familiekreds. Ud fra antagelserne om, at det nye lovforslag vil træde i kraft, vil gaveafgiften i det følgende tages med i overvejelserne vedrørende valget af generationsskiftemodel.

A/B-modellen kan anvendes som alternativ til skattemæssig succession. Ved anvendelse af A/B-modellen opdeles selskabskapitalen i henholdsvis A- og B-aktier, således at A-aktierne bliver tillagt en ret til et nærmere bestemt forlods udbytte, som skal afspejle virksomhedens værdi. En sådan opdeling betyder, at B-aktierne kan overdrages eller nytegnes til en lavere værdi³⁴ end A-aktierne, hvilket gør det billigere for erhververen at erhverve disse.

Udover fastsættelsen af forlods udbytte til A-aktierne, er vedtægtsændring et centralt element i A/B-modellen. I følge praksis har en vedtægtsændring, i forbindelse med A/B-modellen, ikke udløst afståelsesbeskatning i de tilfælde, hvor der på tidspunktet for vedtægtsændringen, kun var

³⁴ almindeligvis til kurs 100

én aktionær. Dette skyldes at ændringen, selvom den måtte ændre væsentligt på aktiernes rettigheder i forhold til fx udbytte og stemmer, ikke medfører nogen formueforskydning.

Inden anvendelsen af en A/B-model kan overdrageren og erhververen med fordel oprette et holdingselskab, hvilket medfører, at der kan modtages skattefrit forlods udbytte/udbytte, såfremt der er tale om datter- eller koncernselskabsaktier, jf. ABL §§ 4A eller 4B, jf. SEL § 13, stk. 1, nr. 2.

Da det antages, at erhververen er tillagt stemmeretsbegrænsning, og A-aktierne er tillagt forlods udbytte, vil overdrageren stadig besidde den bestemmende indflydelse over virksomheden indtil forlods udbytteretten er udtømt, eller åremålsbegrænsningsperioden er udløbet, selvom han kun ejer 10 %. Erhververen vil derfor først opnå bestemmende indflydelse over virksomheden når disse forhold er udtjent, hvorfor det må formodes, at han vil have en interesse i, at der fastsættes en åremålsbegrænsningsperiode, således at han har en indikator for, hvornår han reelt overtager virksomheden.

3. Kapitel

3.1 Teoriafsnit om anvendelse af cirkulærerne

Uagtet om man anvender A/B-modellen eller succession skal virksomhedens værdi sættes til handelsværdien.³⁵

I det følgende afsnit redegøres kort for anvendelsesområdet for cirkulærerne TSS 2000-09 og TSS 2000-10. De såkaldte hjælperegler vil herefter blive gennemgået, men henblik på efterfølgende at blive anvendt til værdiansættelse af modelvirksomheden. Det skal dog bemærkes, at disse hjælperegler kun er vejledende.³⁶

Som tidligere nævnt regulerer TSS cirkulære 2000-09 en beregningsmetode for unoteret aktier og anparter, og TSS cirkulære 2000-10 regulerer beregningsmetoden for virksomhedens goodwill.

3.1.1 Anvendelsesområde

TSS cirkulærer 2000-09 bruges såfremt man ikke kender værdien på unoterede aktier, som skal overdrages. I langt de fleste tilfælde, hvor cirkulæret tages i brug, har aktierne ikke været handlet før, hvorfor handelsværdien er ukendt.³⁷ Hvis der derimod er tale om børsnoteret aktier vil værdien ganske simpelt blive fastsat efter den noterede pris på overdragelsesdagen, hvorfor hjælpereglen kun bruges på unoteret aktier.

TSS cirkulæret 2000-09 benyttes endvidere ved overdragelse mellem interesseforbundne parter, hvilket er grundet i tvivlen vedrørende parternes uafhængighed. Skattemyndighederne har derfor set sig nødsaget til at opstille retningslinjer for at sikre virksomheden ansættes til handelsværdien mellem interesseforbundne parter. Dette skyldes at udgangspunktet ved interesseforbundne parter er, at parterne kan have et større incitament til at sætte en lavere værdi af aktierne. Dette skal ses i modsætning til overdragelse af aktier mellem ikke-interesseforbundne parter, hvor udgangspunktet, i følge SKAT, er at parterne selv handler sig frem til en værdi, svarende til handelsværdien på grund af parternes modstridende interesser. En ting der kan formodes at være fælles for både interesseforbundne og ikke-interesseforbundne parter, er at begge parter ønsker,

³⁵ TSS cirkulære 2000-09

³⁶ TSS cirkulære 2000-09

³⁷ Den juridiske vejledning; C.B.3.5.4.4 Aktier

at overdragelse udløser mindst mulig skat. Ved udarbejdelse af værdiansættelse af en virksomhed er det vigtigt, at værdiansættelsen sker korrekt, da SKAT, som tidligere nævnt, har mulighed for at anfægte værdiansættelsen, såfremt de ikke mener den er korrekt, hvilket i yderste tilfælde, kan give store afgiftsmæssige eller skattemæssige konsekvenser.

3.1.2 TSS cirkulærer 2000-09

Ved brug af TSS cirkulærer 2000-09, følger det af cirkulærets hjælperegel, at aktiernes værdi beregnes som summen af værdierne af de enkelte aktivposter i selskabet minus de respektive gældsposter i selskabet. Den opgjorte værdi tillægges værdien af goodwill og der anvendes således et substansprincip.³⁸

Tabel 2: Opgørelsen af værdierne sker på baggrund af følgende faktorer:

Fast ejendom	Værdien af fast ejendom baseres på den seneste kendte offentlige ejendomsvurdering. Eventuelle ombygningsudgifter kan tillægges, såfremt disse udgifter ikke er indeholdt i ejendomsvurderingen. Udenlandske ejendomme medtages ligeledes til den bogførte værdi.
Associerede selskaber	Beholdninger af unoterede aktier/anpartar i associerede selskaber og i tilknyttede virksomheder medtages til værdien opgjort efter hjælpereglen, når handelsværdien i øvrigt er ukendt. Associerede virksomheder defineres som værende en virksomhed, hvor man ejer 20% eller mere op til og inklusiv 50% eje.
Goodwill og andre immaterielle aktiver	Ved fastsættelse af goodwill henvises der til de retningslinjer der følger af TSS cirkulære 2000-10 som er uddybet i afsnit 3.1.3.
Udskudt skat	Hvis der er beregnet udskudt skat (netto) medtages dette og reguleres under hensyntagen til ovennævnte korrektioner. Negativ udskudt skat kan medtages, dog kun til en værdi under pari.
Andre forhold	En eventuel bogført værdi af egne aktier medtages ikke i beregningen af den indre værdi. Ved beregning af kursen reduceres den nominelle aktiekapital med den andel, som de egne aktier repræsenterer.

³⁸ TSS Cirkulærer 2000-9

Der kan ske fravigelser fra hjælpereglen, når det findes relevant og væsentlig for at finde et egnet udtryk for værdien af de overtagne aktier eller anparter. Dette ses blandt andet, hvis der er tale om en omsætningsbegrænsning, som kan have indflydelse på kursfastsættelsen, jf. TfS2000.560H.

I dommen skulle værdiansættelsen fastsættes på grundlag af en konkret vurdering af alle relevante forhold som kunne have en indvirkning på selve værdiansættelsen. Herunder eksempelvis det forhold, at der var tale om en minoritetsaktiepost med omsætningsbegrænsninger, samt det forhold, at handelsværdien eventuelt ville have været højere ved et samlet salg af alle aktierne.³⁹

Anvendelsen af TSS cirkulære 2000-09 kan være aktuel ved overdragelse mellem søskende eller søskendes børn i de tilfælde, hvor parterne kan anses som interesseforbundne. Man skal dog være opmærksom på, at der ved overdragelse mellem søskende og søskendes børn som udgangspunkt ikke anses at foreligge et interessefællesskab, hvilket også følger af BAL's personkreds.⁴⁰

3.1.3 TSS cirkulære 2000-10

Cirkulærer TSS 2000-10 er indrettet som et hjælpemiddel til at værdiansætte goodwill. Det skal dog bemærkes, at cirkulæret blot er en vejledning. Grunden til dette er, at der i visse brancher kan der være kutymen for metoden til værdiansættelse af goodwill ved overdragelse mellem uafhængige parter. Sådanne kutymen kan ligeledes danne grundlag for værdiansættelse ved overdragelse mellem interesseforbundne parter, hvorfor cirkulæret i disse tilfælde kun ses som et supplement.⁴¹

Ved brug af beregningsmodellen er det af afgørende betydning, at der er taget stilling til, om modellen giver en realistisk værdiansættelse af goodwill og om der er andre omstændigheder, der skal tages højde for i den konkrete situation.⁴²

Når goodwill skal værdiansættes foretages det ud fra et skøn ved overdragelsestidspunktet.⁴³

³⁹ Den juridiske vejledning; C.B.3.5.4.4 Aktier, under *fravigelse af hjælpereglen*

⁴⁰ Afsnit 2.6.6

⁴¹ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

⁴² Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

⁴³ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

Det følger af SKAT, at værdiansættelsen af goodwill skal afspejle et reelt billede af handelsværdien, da en for høj eller for lav værdi, på samme måde som tidligere, vil kunne udløse skattemæssige konsekvenser. Ligningsrådets vejledende anvisning, som blev offentliggjort i skatteministeriets cirkulære nr. 44 af 28. Marts 2000, er et udtryk for en standardiseret beregning af goodwill, og det er derfor vigtigt, at der korrigeres i resultatet, hvis der er specifikke omstændigheder, der henleder til dette, således at det endelige skønsmæssige resultat svarer til, hvad en udenforstående tredjemand ville betale for selskabets goodwill.⁴⁴

Tabel 3: illustrerer de forskellige faktorer som indgår i opgørelsen af goodwill.

Beregningsgrundlaget	Regnskabsmæssige resultat før skat for de seneste 3 år før overdragelsen.
Regulering af resultatet	- finansielle indtægter + finansielle udgifter +/- ekstraordinære poster i henhold til ÅRL + afskrivninger på tilkøbt goodwill - ikke udgiftsført løn eller vederlag til eventuelt medarbejdende ægtefælle
Vægtning	3. sidste år før overdragelsen: x 1 2. sidste år før overdragelsen: x 2 - Sidste år før overdragelsen: x 3 - Resultatet divideres med 6 (vægtet gennemsnitsindtjening)
Udviklingstendens	Forskellen mellem sidste år og 3. sidste år divideres med 2.
Driftsherreløn	50 % fratrækkes, min 250.00 kr. / max. 1.000.000 kr. Gælder dog ikke ved selskabsejede virksomheder.
Forrentning af aktiverne	Den på overdragelsestidspunktet gældende kapitalafkastsats efter VSL § 9 + 3%
Kapitalisering	Kapitaliseringsfaktoren beregnes med den på overdragelsestidspunktet gældende kapitalsats efter VSL § 9 + 8% / forventet levetid.

⁴⁴ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

Som tidligere nævnt i beskrivelsen af TSS cirkulære 2000-10 er det en standardiseret beregningsmodel, hvor følgende 7 punkter skal gennemgås.

1. Beregningsgrundlaget – Indtjeningsevnen

Proceduren for værdiansættelse af goodwill foregår således, at der tages udgangspunkt i selskabets regnskabsmæssige resultater før skat, for de seneste tre år før overdragelsestidspunktet. Hvis selskabet ikke er forpligtet til at aflægge årsregnskab, tages der i stedet udgangspunkt i selskabets skattepligtige indkomst for minimum de seneste tre år. De regnskabsmæssige resultater før skat for de seneste tre år, reguleres endvidere i forskellige regnskabsposter.

2. Regulering i de enkelte år⁴⁵

Der er to forskellige måder at udregne denne post. I den første metode tages der udgangspunkt i det regnskabsmæssige resultat før skat, hvor der i den anden metode tages udgangspunkt i opgørelsen af virksomhedens skattepligtige indkomst.

Hvis der bliver taget udgangspunkt i de regnskabsmæssige resultater før skat, skal der korrigeres for følgende poster:

Regnskabsmæssig resultat

Resultat før skat

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

⁴⁵ TSS Cirkulære 2000-10, pkt. 3.2

Hvis der derimod bliver taget udgangspunkt i opgørelsen af virksomhedens skattepligtige indkomst, skal der korrigeres for følgende poster:

Skattepligtig indkomst

Resultat før skat

- Medarbejdende ægtefælle
- Finansielle indtægter
- + Finansielle udgifter
- + Forskudsafskrivninger
- +/- Andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster
- + Afskrivninger på tilkøbt goodwill.

= Korrigeret resultat

Hvis der tages udgangspunkt i den skattepligtige indkomst, skal der reguleret for rent skattemæssige dispositioner, hvilket skyldes, at disse dispositioner ikke anses som at have sammenhæng med virksomhedens goodwill. Der korrigeres således for den skattepligtige indkomst af beløbet til medarbejdende ægtefælle, finansielle poster, investeringsfondshenlæggelser, forskudsafskrivninger, andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster samt skattemæssig afskrivninger på goodwill der er tilkøbt.⁴⁶

Med posten "andre ikke skatterelevante driftsmæssige poster" skal forstås andre skattemæssige dispositioner, som har påvirket den skattepligtige indkomst, men som i lighed med de ovenfor nævnte poster, ikke ses at have betydning for virksomhedens drift og dermed for virksomhedens goodwillværdi. Dette gælder fx for det skattemæssige resultat af driftsfremmede aktiver. Driftsfremmede aktiver kan være værdipapirer, pantebreve likvider, den bogførte værdi af tilkøbt goodwill og udlejningsejendomme. Da en udlejningsejendom bliver anset som en særskilt virksomhed, anser man denne for at være driftsfremmed. Derved skal resultatet for udlejningsejendommen fratrækkes i beregningen.

⁴⁶ TSS cirkulære 2000-10

Dette gjorde sig gældende i SKM2003.168. LR,

hvor selskab ApS gerne ville overdrage sin aktivitet til et nystiftet selskab, som var ejet af hovedpartshaveren og hans to sønner. Ligningsrådet skulle i den forbindelse tage stilling til værdien af goodwill i selskabet. Selskabet havde tre ejendomme, som delvist blev anvendt til udlejning. Ligningsrådet tiltrådte styrelsens indstilling, hvorefter værdien af goodwill alene skal beregnes på grundlag af den indtjening, der kommer fra selskabets primære forretningsområde.

3. Vægtet gennemsnit af de korrigerede resultater

De korrigerede resultater vægtes forskelligt, når goodwill skal udregnes. Derved bliver resultatet for det tidligste regnskabsår ganget med 1, ligeledes bliver det andensidste regnskabsår ganget med 2 og til sidst bliver det seneste regnskabsår ganget med 3.

Derefter bliver de 3 regnskabsårs resultater multipliceret sammen, hvorefter totalbeløbet divideres med 6, således at den vægtede gennemsnitsindtjening i selskabet fremkommer.

Følgende formel bruges til udregning af det vægtet gennemsnitlige resultat.

<i>Udregning af det vægtet gennemsnitlige resultat:</i>
$= \frac{(2016 \times 3) + (2015 \times 2) + (2014 \times 1)}{6} = \text{XXXXX}$

Det sidste regnskabsår vægtes højere end det tredjesidste. Grunden til denne vægtning er, at der tilsigtes en værdiansættelse af goodwill som er mere nutidig.

4. Korrektion for udviklingstendens

Såfremt de korrigerede resultater udviser en konstant positiv eller negativ udvikling i resultaterne, inden for en 3-årig periode, beregnes der et tillæg eller et fradrag for udviklingstendensen, som det samlede vægtede resultat korrigeres med. Beregningen af udviklingstendens tager

udgangspunkt i den resultatmæssige udvikling, der har været fra det tidligste regnskabsår før overdragelsen til det sidste år før overdragelsen.⁴⁷

Følgende formel bruges til udregning af udviklingstendensen og er et udtryk for den gennemsnitlige udvikling i virksomheden. I formelen bruges de korrigeret resultater for sidste år og det seneste år. Resultatet divideres derefter med 2, for at finde udviklingstendensen.

<i>Udregning af udviklingstendensen:</i>
$= \frac{(\text{korrigeret resultat, sidste år}) - (\text{korrigeret resultat, seneste år})}{2} = X$

Hvis den regulerede gennemsnitlige indkomst er negativ efter tillæg/fradrag for udviklingstendens, sættes goodwillværdien som hovedregel til 0 kr.⁴⁸

5. Fradrag af driftsherreløn

Efter indregning af udviklingstendensen udgør halvdelen af det herefter fremkomne beløb driftsherreløn, som trækkes fra i den beregnede gennemsnitlige indkomst. Der fratrækkes dog mindst 250.000 kr. og højst 1.000.000 kr. som driftsherreløn. Hvis resultatet efter fradrag for driftsherreløn på mindst 250.000 kr. er 0 eller negativt, antages goodwillværdien at være 0.⁴⁹

Der vil i selskaber ikke være fradrag for driftsherreløn, når goodwill skal beregnes, da det typisk vil antages, at man har modtaget løn derigennem.

6. Forrentning af virksomhedens aktiver.

Forrentningsprocenten skal anvendes ved overdragelsestidspunktets gældende kapitalafkastsats, jf. VSL § 9 plus 3%. Kapitalafkastgrundlaget bliver beregnet en gang årligt og udgør i 2016 1 %, jf.

⁴⁷ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

⁴⁸ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

⁴⁹ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

SKM2016.358.SKAT, hvorfor den samlede forrentningsprocent er 4% i 2016⁵⁰. Der anvendes således en sammensatte procentsats, som varierer i samme takt som kapitalafkastsatsen, hvilket gør at satsen løbende bliver tilpasset til ændringer i samfundets generelle renteniveau.

7. Kapitalisering

Når fradraget i punkt 6 er anvendt skal beløbet der fremkommer deraf kapitaliseres med en individuel fastsat kapitaliseringsfaktoren. Kapitaliseringsfaktoren er et udtryk for, i hvor mange år man kan forvente et afkast på den erhvervede goodwill. Sagt på en anden måde er kapitaliseringsfaktoren et udtryk for forholdet mellem det forventede årlige afkast i form af en forrentningsprocent og det antal år man kan forvente afkastet ud fra goodwillens levetid.

Det forventede årlige afkast fastsættes ved overdragelsestidspunktet med et tillæg på 8%.

Kapitalafkastsatsen for 2016 er på 1% jf. SKM2016.358.SKAT og det forventede årlige afkast bliver dermed 9% i 2016, jf. VSL § 9⁵¹.

Goodwill kan have varierende levetid, og kapitaliseringsfaktoren må ansættes i forhold til dette. Baggrunden for den individuelle fastsættelse af levetiden på den erhvervede goodwill, og dermed individuel fastsættelse af kapitaliseringsfaktoren, hviler på den forudsætning, at den goodwill, der erhverves fra overdrageren, gradvist bliver erstattet af goodwill, der bliver opbygget af erhververen.⁵²

For virksomheder, hvis produkter nærmest har karakter af standardprodukter, kan levetiden på goodwill passende ansættes til 7 år.

Dette ses i SKM2002.50.LSR,

hvor Landsskatteretten udtalte, at der på baggrund af sagens oplysninger var tale om et salgsselskab, idet virksomheden bestod af markedsføring og salg af de tilsluttede teglværkers produkter.

⁵⁰ SKM2016.358.SKAT – ikke oplyst for 2017

⁵¹ Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

⁵² Den juridiske vejledning; C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

Henset til at de pågældende produkter nærmest har karakter af standardvarer fandt retten, at levetiden på goodwill passende kunne ansættes til 7 år.

Det fandtes endvidere i SKM2004.174.LR

udtalte Ligningsrådet, at der ikke var tale om forhold, der talte for at fravige udgangspunktet om en levetid på 7 år. Selskabet drev shippingvirksomhed med opbygget personlig erfaring i branchen. Hovedaktiviteten for virksomheden var chartering, hvor der ikke fandtes forhold, der talte for at fravige udgangspunktet om en levetid på 7 år.

Udgangspunktet er derfor 7 år, men der kan være andre afgørende forhold, der taler for en længere eller kortere levetid af virksomhedens goodwill.

De faktorer der kan have indflydelse på goodwillen kan være kompleksiteten af produkter/tjenesteydelser, unikke produkter eller eksempelvis et anerkendt varemærke der gør at levetiden bliver længere. Modsat set det ofte, at erhvervet goodwill i mindre håndværkervirksomheder vil have en kortere levetid.

Tabel 4 viser, hvor meget levetiden har af betydning for goodwillen på kapitaliseringsfaktoren ved en forrentning på 9%.

Tabel 4⁵³

Levetid (år)/rente	9 %
1	0,46
2	0,90
3	1,31
4	1,71
5	2,08
6	2,43
7	2,76
8	3,08
9	3,38
10	3,66
11	3,93

Der er en forholdsvis stor forskel på forrentningen ved en levetid på 3 år med en forrentning på 1,31, mens forrentningen ved en levetid på 8 år er 3,08.

⁵³ TSS Cirkulære 2000-10

4. Kapitel

For at illustrere, hvordan en virksomhed værdiansættes efter DCF metoden og SKAT's cirkulærerne vil der i det følgende anvendes en modelvirksomhed med antaget regnskabsmæssige værdier. Det søges med dette afsnit at udlede, hvordan en virksomhed værdiansættes og om der er overensstemmelse mellem værdien efter cirkulærerne og DCF metoden.

4.1 Regnskab for modelvirksomheden

Resultatopgørelse	2016	2015	2014
Nettoomsætning	9.987	9.611	9.314
Vareforbrug	-3.550	-3.545	-3.702
Andre eksterne omkostninger	-734	-888	-144
Bruttofortjeneste	5.703	5.178	5.468
Administrationsomkostninger	-3.052	-3.461	-3.771
Af- og nedskrivninger	-748	-709	-844
Driftsresultat	1.903	1.008	853
Finansielle indtægter	88	98	78
Finansielle omkostninger	-479	-353	-443
Ordinært resultat før skat	1.512	753	488
Skat af årets resultat	-333	-177	-120
Årets resultat	1.179	576	368

BALANCE	2016	2015	2014
Aktiver			
Bygninger	7.510	6.014	6.884
Driftsmateriel og inventar	3.095	3.413	4.315
Materielle anlægsaktiver	10.605	9.427	11.199
Tilgodehavender fra salg	1.525	1.488	1.806
Andre tilgodehavender	419	481	601
Likvid beholdning	1.591	1.011	1.645
Omsætningsaktiver	3.535	2.980	4.052
Aktiver i alt	14.140	12.407	15.251
Passiver			
Aktiekapital	500	500	500
Overført overskud	1.514	1.090	2.914
Foreslået Udbytte	1.500	1.000	1.000
Egenkapital	3.514	2.590	4.414
Udskudt skat	364	684	788
Varekreditorer	2.771	3.082	3.109
Langfristet gæld	7.491	6.051	6.940
Gældsforpligtelser total	10.626	9.817	10.837
Passiver i alt	14.140	12.407	15.251

4.2 Værdiansættelse jf. TSS cirkulære 2000-09.

For modelvirksomheden, er der tale om en overdragelse mellem interesseforbundne parter, hvor de unoteret aktier ikke tidligere har været handlet på markedet. Det antages, at der ikke findes branchekutymere, der er mere anvendelige for estimering af virksomhedsværdi, hvorfor cirkulære TSS 2000-09 vil blive anvendt til værdiansættelsen. Som nævnt i afsnit 3.1.2 skal opgørelsen ske på baggrund af 5 faktorer.

Beregning af fast ejendom

Ejendommen skal reguleres, såfremt der er forskel på den indregnede værdi og den offentlige ejendomsvurdering. I det opstillet eksempel, antages det, at den seneste offentlige ejendomsvurdering udgør 4.800 t.kr. og er fra 2012. Siden da er der udført forbedringer for 300 t.kr.

Det fremgår af cirkulæret, at værdien af fast ejendom baseres på den senest kendte offentlige ejendomsvurdering. Hvorefter eventuelle ombygningsudgifter tillægges, såfremt disse udgifter ikke er indeholdt i ejendomsvurderingen. Værdien på ejendommen skal derfor opgøres til 5.100 t.kr., og vil være den der lægges til grund videre i værdiansættelsen.

Beregning af goodwill

Beregningen af goodwill følger af afsnit 3.1.3, da goodwill skal værdiansættes efter TSS cirkulære 2000-10. Værdiansættelsen jf. cirkulæret er dog 3.834 t.kr.

Beregning af udskudt skat

Den udskudte skat skal korrigeres, således at den regnskabsmæssige værdi sættes til offentlig ejendomsværdi + forbedringer.

Nedenfor er vist opgørelse over udskudt skat i forhold til regnskabet for 2016.

Tabel 5

KORRIGERET UDSKUDT SKAT 2016	Regnskabsmæssig værdi	Skattemæssig værdi	Difference
Grunde og bygninger	5.100	5032	68
Driftsmidler og inventar	3.095	2074	1.021
Debitorer	1.525	1220	305
	Grundlag for beregning		1.395
	Udskudt skat, 22% af grundlag		307
	Indregnet udskudt skat i årsregnskab		307

Til brug for værdiansættelsen anvendes derfor en udskudt skat på 307 t.kr.

Associerede selskaber + andre forhold

Ud fra ovenstående 5 punkter jf. kapitel 3, sammenholdt med balancen som er præsenteret i afsnittet 4.1, kan det udelukkes at skulle beregne punkt 2 og 5, da selskabet antages, hverken at eje aktier eller anparter i associerede virksomheder, eller egne aktier.

Der ses derfor bort fra punkt 2 og 5.

4.3 Værdiansættelse af goodwill jf. TSS cirkulære 2000-10

Da værdien af modelvirksomheden ikke kendes, vil det for at kunne beregne en værdi efter TSS cirkulære 2000-09, være nødvendigt at inddrage TSS cirkulære 2000-10.

Beregningerne for fastsættelse af værdien af goodwill, illustreres i følgende:

1. Beregningsgrundlag

Selskabets seneste tre års resultater før skat er fordelt således;

2014	488
2015	753
2016	1.512

2. Regulering i de enkelte år

Det antages for modelvirksomheden, at der hverken er medarbejdende ægtefælle eller andre ekstraordinære poster, hvorfor der aflæses det ordinære resultat før skat fratrullet finansielle indtægt og tillagt finansielle omkostninger.

2014	853
2015	1.008
2016	1.903

3. Vægtet gennemsnit af de korrigerede resultater

Følgende formel bruges til udregning af det vægtede gennemsnitlige resultat.

$\frac{(1903 \times 3) + (1008 \times 2) + (853 \times 1)}{6} = 1429 \text{ t.kr.}$

4. Korrektion for udviklingstendens

I formelen bruges de korrigeret resultater for 2016 og 2014.

$\frac{1.903 - 853}{2} = 525 \text{ t.kr.}$

Udviklingstendensen lægges sammen med det korrigerede resultat i indeværende regnskabsår:

$$1.429 + 525 = \underline{1.954 \text{ t.kr.}}$$

5. Fradrag af driftsherreløn

Som tidligere nævnt vil der i selskaber ikke være fradrag for driftsherreløn, når goodwill skal beregnes. Da vores modelvirksomhed tager udgangspunkt i et selskab, vil dette punkt ikke være

aktuelt i udregningen af goodwill. Havde det derimod været en personlig ejet virksomhed skulle det beregnes.

6. Forrentning af virksomhedens aktiver.

I modelvirksomheden er der ingen driftsfremmede aktiver, da der hverken er udlejningsejendom, værdipapirer eller lignende. For at beregne forrentningen bruges kapitalafkastsatsen jf. VSL § 9 tillagt 3 %. Der fratrækkes derfor 4 % forrentningsprocent af aktiverne.

De samlede aktiver for 2016 udgør 14.140 t.kr., 4 % heraf udgør 566 t.kr.

Dette beløb fratrækkes det samlede beløb, der er lagt sammen i punkt 4.

$1.954 - 565 = 1.389$ t.kr. Værdien af aktiver opgøres derfor til 1.389 t.kr.

7. Kapitalisering

I modelvirksomheden antages det, at der ikke er tale om unikke eller anerkendte produkter, men derimod et standard produkt. Som tidligere nævnt er udgangspunktet for kapitaliseringen af et standard produkt, at det fastsættes til at have en levetid på 7 år.

Kapitaliseringsfaktoren ved en levetid på 7 år med forventet afkast på 9 %, er 2,76, jf. tabel 4.

Goodwill kan dermed fastsættes til $2,76 * 1.389$ t.kr. = 3.834 t.kr.

4.4 Samlet værdiansættelse af virksomheden, jf. TSS cirkulære 2000-9

Værdiansættelse jf. TSS cirkulærer 2000-9	
Goodwill	3834
Bygninger	7.510
Driftsmateriel og inventar	3.095
Materielle anlægsaktiver	10.605
Tilgodehavender fra salg	1.525
Andre tilgodehavender	419
Likvid beholdning	1.591
Omsætningsaktiver	3.535
Udskudt skat	307
Varekreditorer	2.771
Langfristet gæld	7.491
Gældsforpligtelser total	10.569
Virksomhedens værdi i alt	7.405

Ovenstående udregning viser, at virksomhedens værdi, udregnet på baggrund af cirkulærerne, udgør 7.405 t.kr., hvilket svarer til en værdi pr. aktie på 14.8 t.kr.

4.5 DCF - Værdiansættelsesmetode

DCF metoden er at betragte som den mest udbredte måde at værdiansætte diverse forhold ud fra, hvad enten der er tale om en virksomhed, et aktiv eller et andet projekt, hvor det ønskes at vide værdien i dag. Metoden fremgår som værende SKAT's foretrukne værdiansættelsesmodel, og vil i det følgende blive anvendt til at værdiansætte modelvirksomheden. Det følger af metoden, at det kræves, at resultatopgørelsen samt balancen reformuleres. Herefter følger en nøgletalsanalyse på baggrund af den udvidet Dupont-model, som anvendes til den efterfølgende budgettering af henholdsvis budget- samt terminalperioden, hvorefter en fastlæggelse af WACC'en foretages. Til slut anvendes elementerne til den faktiske værdiansættelse af modelvirksomheden.

4.5.1 Reformulering af Resultatopgørelse

Reformulering af resultatopgørelsen har til formål at identificere kilderne til virksomhedens samlede overskud. Dette gøres ved at dele resultatopgørelsen op i poster vedrørende driften,

herunder driftsaktiver (netto driftsaktiverne) og de finansielle omkostninger (netto finansielle forpligtelser)⁵⁴

Nedenfor i Tabel 6 ses et uddrag af den reformulerede resultatopgørelse for modelvirksomheden i årene 2014-2016, hvilket er årene, værdiansættelsen tager udgangspunkt i.

Reformuleret resultatopgørelse (t.kr.)	2016	2015	2014
Omsætning netto	9.987	9.611	9.314
Driftsoverskud fra salg, før skat	2.637	1.896	997
Driftsoverskud fra salg, efter skat	2.057	1.450	753
Totalindkomst	1.490	999	232

I det samlede driftsoverskud indgår usædvanlige poster fra driftsaktiviteten, hvor der i totalindkomsten indgår finansielle poster. Da måden markedet værdiansætter på, ikke er lig med måden virksomheden skal opgøre nettotilvæksten, følger det heraf, at den regnskabsmæssige indregning af værdien typisk halter efter den indre værdi.

Fra 2014-2016 ses det, at omsætningen har været stigende for modelvirksomheden, hvilket også er tilfældet for driftsoverskuddet.

4.5.2 Reformulering af Balance

Balancen reformuleres for at undersøge, hvorvidt virksomheden har evnerne til at skabe overskud. Ved en reformulering af balancen bliver finansieringsaktiviteter separeret fra driftsaktiviteter. Dette gøres for at identificere, hvordan balanceposterne rejser den fornødne kapital, og hvordan kapitalen anvendes til at skabe værdi. Derfor opdeler man aktiverne i henholdsvis driftsaktiver og finansielle aktiver. Det samme gælder for passiverne, som deles i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser⁵⁵.

⁵⁴ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjøellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 170

⁵⁵ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjøellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 158

Nedenfor i Tabel 7 ses et uddrag af reformuleringen af modelvirksomhedens balance for årene 2014-2016.

Reformuleret balance (i t.kr.)	2016	2015	2014
Aktiver			
Driftsaktiver (DA)	12.130	10.915	13.005
- Driftsforpligtelser (DF)	3.135	3.766	3.897
= Nettodriftsaktiver (NDA)	8.995	7.149	9.108
Passiver			
Finansielle forpligtelser (FF)	7.491	6.051	6.940
- Finansielle aktiver (FA)	2.010	1.492	2.246
= Netto finansielle forpligtelser (NFF)	5.481	4.559	4.694
+ Egenkapital (EK)	3.514	2.590	4.414
= Samlede finansiering (NFF + EK)	8.995	7.149	9.108

På aktiv siden opdeles den reformulerede balance ud fra, hvilke aktiver og passiver der vedrører driften. Passivsiden vil derefter tilbagestå med de aktiver og passiver som vedrører finansiering af driften. Til passiverne høre herunder egenkapital og eventuelle minoritetsinteresser, hvilke dog ikke er medtaget, da der ikke foreligger nogen minoritet.

Det antages, at modelvirksomheden overfører deres penge, hvis den har tilgodehavender, til rentebærende konti, hvorfor det for indeværende værdiansættelse, er valgt, at den likvide beholdning klassificeres som et finansielt aktiv.

Da det antages, at modelvirksomheden er en produktionsvirksomhed, medtages varebeholdningen i driftsaktiver. Det antages endvidere, at produktionen passer til efterspørgslen frem i tid. Såfremt produktionsvirksomheder, på et mere generelt plan, ikke har nogen varebeholdninger eller har for mange varer der ligger længe på lager, kan det tænkes, at

virksomheden ikke har haft succes med at planlægge produktionen efter efterspørgslen, eller at forventningerne til omsætningen er sat for højt.

Da værdien af nogle aktiver og forpligtelser er nemmere at måle end andre, benytter virksomheder sig ofte af løbende målinger til markedsværdi, og bogfører posterne på balancen til deres dagsværdi. For nogle poster er det dog ikke muligt at finde dagsværdien⁵⁶, hvorved virksomheder anvender historiske kostpriser. Dette er også gældende for værdiansættelsen af modelvirksomheden.

Samlet set er de netto finansielle forpligtelser blevet større i perioden 2014-2016. Dog er egenkapitalen forbedret for år 2016, som her er bogført til 3514 t.kr.

4.5.3 Nøgletalsanalyse

For at kunne foretage den fornødne budgettering af modelvirksomheden vil der i dette afsnit blive foretaget en nøgletalsanalyse af modelvirksomheden. Nøgletalsanalysen foretages for at undersøge, hvor god den pågældende virksomhed er til at skabe overskud og derigennem skabe et afkast til dens ejere. For at dette kan lade sig gøre, skal det undersøges hvad der driver ROE⁵⁷ og væksten generelt i virksomheden. ROE er et udtryk for egenkapitalforrentningen, som fortæller, hvor meget en virksomheds gennemsnitlige egenkapital er blevet forrentet med efter diverse finansieringsomkostninger er afholdt.

Modelvirksomhedens *rentabilitetsanalyse* laves på baggrund af ROE og de finansielle værdidrivere der ligger herunder. Overordnet set, bruges DuPont-modellen⁵⁸ til at udregne diverse nøgletal.

Udviklingen i ROE afhænger af udviklingen for ROIC⁵⁹. ROIC er et udtryk for en virksomheds afkastningsgrad, og måler således modelvirksomhedens evne til at udnytte de ressourcer der er til rådighed, og derigennem skabe et afkast. En høj ROIC vil i forhold til en virksomheds konkurrenter

⁵⁶ Kunne være fordi der ikke kan knyttes et marked til de pågældende aktiver eller forpligtelser

⁵⁷ Return on Equity – Egenkapitalforrentningen, herefter ROE

⁵⁸ Der henvises til det økonomiske metode afsnit i kapitel 1, for en grafisk illustration og gennemgang.

⁵⁹ Return On Invested Capital

betyde, at virksomheden har en stærk profitabilitet, hvorfor en større ROIC dermed også medfører en større ROE.

ROIC er på den måde et interessant element i værdiansættelsen, og dekomponeres derfor også yderligere, i henholdsvis overskudsgrad(OG) og omsætningshastighed(AOH). Overskudsgraden måler overskuddet af én krones salg fra virksomhedens driftsaktivitet, og omsætningshastigheden måler salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver.⁶⁰ I det følgende vil de nødvendige nøgletal blive estimeret til brug for værdiansættelsen af modelvirksomheden.

4.5.4 ROE - Egenkapitalforrentningen

Som nævnt ovenfor svarer ROE til hvor meget virksomhedens egenkapital er blevet forrentet. For modelvirksomheden ses ROE at udgøre:

Tabel 8

	2016	2015	2014
ROE	46%	43%	8%

Det ses i tabel 8, at modelvirksomheden har en stigende ROE. Stigningen skyldes, de underliggende værdidrivere, og er primært på grund af, at OG også er stigende, hvilket betyder at modelvirksomheden har leveret et større overskud per én krones salg.

4.5.5 ROIC - Afkastgraden

ROIC viser, som nævnt i indledningen til nøgletalsanalysen, hvor god en virksomhed er i stand til at administrerer dens netto driftsaktiver til at skabe et driftsoverskud. Endvidere dekomponeres ROIC i overskudsgrad og omsætningshastighed.⁶¹ Disse vil blive yderligere gennemgået i det følgende.

⁶⁰ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 216-217

⁶¹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 216

Tabel 9

	2016	2015	2014
ROIC	22,87%	20,29%	8,26%

Stigningen i ROIC fra årene 2014-2016 kan skyldes, dels at OG er steget, og at AOH er faldet fra år 2015 til 2016. Dekomponeringen af ROIC er interessant, da hvis en virksomhed ikke kan opnå en respektabel overskudsgrad, er det uden betydning, hvor effektiv dens kapitaltilpasning er. Hvis en virksomhed samtidig har en positiv overskudsgrad, som det er tilfældet for modelvirksomheden er kunsten at skabe denne med et minimum af investeret kapital.⁶² Dette ses i den senere værdiansættelse, at modelvirksomhedens gældssætning falder fra 61% i 2014, til 52% i 2016. Hvilket i teoretisk sammenhæng vil kunne tolkes som, at virksomheden er blevet bedre til at investere sin kapital.

4.5.6 OG – Overskudsgraden

Overskudsgraden viser det pågældende overskud, af én krones salg fra en virksomheds driftsaktivitet, og udgør samtidig et mål for indtægts-omkostningstilpasningen i virksomheden⁶³.

Tabel 10

	2016	2015	2014
OG	26,40%	19,73%	10,70%

OG er for modelvirksomheden kraftigt stigende i årene 2014-2016.

Overskudsgraden er med til at fortælle, om den pågældende virksomhed er god til at tilpasse dens omkostninger til dens indtægter. At OG er stigende, har den betydning, at modelvirksomheden formodes at have haft succes med at holde omkostningerne på et niveau, der har gjort det muligt at opnå et større overskud.

⁶² Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 217

⁶³ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 216

4.5.7 AOH – Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden viser salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver. Der kan opstilles følgende formel; $1/AOH$, som udtrykker hvor meget, der er bundet i netto driftsaktiver for at skabe én krones salg.⁶⁴

Ud fra formlen ovenfor ($1/AOH$) fås 1,11, hvilket betyder, at modelvirksomheden bruger 90 øre på at skabe én krones salg. En lav AOH, betyder derfor, at virksomheden binder flere penge i netto driftsaktiver for at skabe én krones salg.

Nøgletallet AOH's samlede mål er at opnå en høj kapital samt tilpasningen deraf⁶⁵

Tabel 11

	2016	2015	2014
AOH	1,11	1,34	1,02

4.5.8 FGEAR – Finansieringsaktiviteten

FGEAR er udtryk for forholdet mellem egenkapitalen og virksomhedens netto finansielle forpligtelser. Ved en lav FGEAR vil egenkapitalen være større end de finansielle forpligtelser virksomheden har. FGEAR fortæller således om virksomhedens finansielle gearing. Nedenfor er vist FGEAR for perioden 2014-2016, hvilket yderligere viser at de finansielle forpligtelser overstiger egenkapitalen for året 2016.

Tabel 12

	2016	2015	2014
FGEAR	1,56	1,76	1,06

⁶⁴ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 217

⁶⁵ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 217

4.5.9 SPREAD

SPREAD er udtryk for forskellen mellem ROIC og virksomhedens rente på dens gæld. Virksomhedens finansielle risiko afhænger således af SPREAD. SPREAD ses helst positiv, da en negativ opgjort SPREAD vil medføre, at virksomhedens finansielle gearing bliver uhensigtsmæssig, da ROE reduceres til et niveau under ROIC, hvilket var tilfældet for år 2014. Det statueres dermed, at den finansielle gearing ikke har skabt værdi for ejerne, da afkastet på den investerede kapital har været *lavere* end lånerenten på den rentebærende gæld.

Tabel 13

	2016	2015	2014
SPREAD	13,12%	10,54%	-1,49%

4.5.10 Soliditetsgrad

Soliditetsgraden fortæller om virksomhedens soliditet, som har tilknytning til nøgletallet FGEAR. Ved en faldende FGEAR vil soliditetsgraden stige for virksomheden. Det ses nedenfor i tabel 14 , at modelvirksomheden er blevet en anelse mindre solid, grundet udviklingen af FGEAR fra årene 2014-2016.

Tabel 14

	2016	2015	2014
Soliditetsgrad	28,97%	23,73%	33,94%

4.5.11 Opsamling på regnskabsanalyse

Modelvirksomheden anses for generelt at have haft en positiv fremgang fra 2014-2016.

Virksomhedens ROE, ROIC, OG har været stigende gennem hele perioden. Endvidere anses AOH for at ligge på et rimeligt niveau. Virksomheden er dog i årene 2014-2016 blevet mindre solid, grundet optagelsen af mere gæld i perioden. De gennemgåede nøgletal bruges herefter videre i værdiansættelsens næste faser.

4.6 DCF Værdiansættelse

I følgende afsnit vil der blive gennemgået henholdsvis budgetperiodens længde samt budgettering af de underliggende drivere, som vil blive brugt som grundlag for budgetteringen af modelvirksomheden. Dernæst vil WACC'en blive fastsat. Dette gøres ud fra henholdsvis ejernes og långivernes afkastkrav samt modelvirksomhedens kapitalstruktur. På baggrund af budgetteringen og med anvendelse af WACC'en, vil modelvirksomheden slutteligt blive værdiansat ved anvendelse af DCF metoden.

4.6.1 Budgettering

Selve budgetteringen foretages på baggrund af modelvirksomhedens sidste årsregnskaber. Hertil antages forventninger til perioden, der herefter anvendes som budgetperiode, samt terminalperioden. Alle tal er baseret på tal fra regnskabsanalysen.

Nedenfor gennemgås de forskellige punkter til udarbejdelsen af budgetperioden. Den samlede budgettering kan ses i bilag 2. Der vil ved de anførte punkter være et uddrag fra budgetteringen.

4.6.2 Budgetperiodens længde

Budgetperioden starter med afsæt i indeværende regnskabsår, og løber frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere er meningsfuldt at lave forecasts, frem for at forudsætte, at regnskabsposterne i budgetperioden vil vokse med en konstant vækstrate.⁶⁶ Terminalperioden begynder når følgende fire betingelser er mødt:⁶⁷

- Væksten for salget falder til en mere konstant langsigtet vækstrate.
- Overskudsgraden forbliver at være konstant, hvilket sikre at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget.
- Omsætningshastigheden, AOH forbliver at være konstant, og dermed sikre at *netto* driftsaktiver vokser med samme rate som salget.

⁶⁶ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 250

⁶⁷ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 250

- FGEAR skal ydermere være konstant, hvilket bidrager til, at de netto finansielle forpligtelser vokser med samme vækstrate som salget.

Længden af budgetperioden afhænger af, hvor langt ud i fremtiden der med rimelighed kan forudsiges at være variationer i de underliggende variable, før de når steady-state⁶⁸. For modelvirksomheden er det antaget, at dette er efter år 4.

På baggrund af ovenstående er der budgetteret en nettoomsætningen som vist i nedenstående tabel.

Tabel 15

NETTOOMSÆTNING (t.kr.)	Budgetperiode				Terminal
	2017	2018	2019	2020	2021
Procentvis ændring	5%	5%	5%	1,5%	1,5%
Nettoomsætning	10.486	11.011	11.561	11.735	11.911

Procenten i terminalåret er estimeret til 1,5 %, da det er almindeligt at forudsætte, at virksomheden vil vokse med en rate lig vækstraten for økonomien, altså på samme niveau som BNP-vækstraten. Der antages derfor en vækst på 5% i budgetperioden, foruden budgetår 4, samt terminalåret hvor disse antages til 1,5%, hvilket er baseret på EU-oplysningen, som lister den årlige vækst i BNP⁶⁹ - denne er listet til 1,5% i 2017.

⁶⁸ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 251

⁶⁹ <http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp>

4.6.3 Budgettering af AOH

For at kunne beregne de fremtidige nettodriftsaktiver (NDA) er det nødvendigt at budgettere udviklingen i AOH. Til dette benyttes formel: $NDA = 1/AOH \times \text{omsætningen}$ ⁷⁰, som er et udtryk for en prognose af inverse omsætningshastigheder for arbejdskapital og anlægskapitalen. Investeringer i arbejdskapital er normalt tæt forbundet med udviklingen i salget.⁷¹

Tabel 16

	Budgetperiode				Terminal
	2017	2018	2019	2020	2021
AOH	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Nettodriftsaktiver	9.047	9.499	9.974	10.124	10.276
Ændring i NDA	52	452	475	150	152

Den budgetterede udvikling af AOH, har som ovenfor nævnt, betydning for udviklingen af modelvirksomhedens nettodriftsaktiver. Ud fra ovenstående tabel 16 fremgår det, at de samlede nettodriftsaktiver vil være stigende gennem budgetperioden.

4.6.4 Budgettering af driftsoverskuddet fra salg

For at udregne driftsoverskuddet fra salget før skat for virksomheden, skal der budgetteres med EBIT-marginen. EBIT er earnings before interest and tax, hvilket er et udtryk for selskabets primære driftsresultat. Dette tal opgjort i procent af omsætningen udtrykker en virksomheds EBIT-margin, og betegnes som overskudsgrad.⁷²

Som udgangspunkt ville omkostningerne skulle budgetteres i procent af salget linje for linje. Dette vil dog stille krav til kendskabet af virksomhedens omkostningsstruktur,⁷³ hvilket i praksis er noget virksomheder er meget sparsomme med at udgive informationer om. For simpelhedens skyld, vil budgetteringen af driftsoverskuddet blive beregnet på baggrund af den budgetterede EBIT-margin.

⁷⁰ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 257

⁷¹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 258

⁷² Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 221

⁷³ Omkostningsstruktur er kendetegnet ved fordelingen af faste og variable omkostninger

Tabel 17

EBIT margin (t.kr.)	Budgetperiode				Terminal
	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret EBIT margin	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%
Driftsoverskud fra salg (før skat)	1.987	2.086	2.190	2.223	2.257

I tabel 17, er EBIT-marginen vurderet ud fra tidligere årsrapporter, hvorved der er taget et vægtet gennemsnit, hvilket giver en EBIT-margin på 18,95% som vil blive brugt for værdiansættelsen.

4.6.5 Budgettering af den effektive skatteprocent

Som udgangspunkt vil den gældende selskabsskatteprocent for virksomheden skulle benyttes.⁷⁴

Da det forudsættes, at modelvirksomheden er hjemmehørende i Danmark, vil det for modelvirksomheden være den gældende danske selskabsskattesats på 22% (2017) der anvendes.

I tabel 18 ses derfor en budgetterede skatteprocent på 22 % for alle årene samt det budgetterede driftsoverskud fra salg (efter skat).

Tabel 18

Skattesats	Budgetperiode				Terminal
	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret Skattesats	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	1453	1526	1602	1626	1650

⁷⁴ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 259

4.6.6 Elementer i- og fastsættelse af WACC

WACC anvendes som et redskab til at værdiansætte pengestrømme fra virksomheden og anvendes både i forbindelse med projekter, der ønskes analyseret eller ved værdiansættelse af virksomheder som helhed. WACC anvendes som diskonteringsfaktor, når værdien af én eller flere pengestrømme skal findes. Den er således et udtryk for det vægtede gennemsnit af virksomhedens fordeling af henholdsvis fremmedkapital og egenkapital. Det er endvidere SKATs anbefaling; *"at virksomhedens aktivitetsområder er styrende for fastsættelsen af enkeltkomponenterne i WACC'en, dvs. både ved fastsættelsen af egenkapitalafkastkravet og fremmedkapitalafkastkravet."*⁷⁵

Det er ydermere SKAT's opfattelse, at WACC'en der anvendes, skal opgøres med udgangspunkt i de forhold der gælder for den konkrete virksomhed der værdiansættes. Dette skyldes, at der tilsigtes en sammenhæng mellem opgjorte pengestrømme, der stammer fra virksomhedens forretningsmæssige aktivitet, og den diskonteringsfaktor der anvendes. Formelen til beregning af virksomhedens WACC er følgende⁷⁶:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} \cdot r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} \cdot r_g$$

r_{wacc} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdien af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdien af netto finansielle forpligtigelser

V_0^{EV} = markedsværdien af virksomheden (EK+NFF= NDA)

r_e = afkastkravet til egenkapitalen

r_g = renten på fremmedkapitalen

WACC'en kan anses som den relative værdi af egenkapitalen og nettogælden i forhold til den totale værdi af virksomheden⁷⁷. I det følgende vil elementerne i formelen blive gennemgået og estimeret.

⁷⁵ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse: 4.1.1.2

⁷⁶ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 46

⁷⁷ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 46-47

4.6.7 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Kapitalstrukturen i en virksomhed viser virksomhedens gældssætning, hvilket er forholdet mellem gæld og egenkapital. Da en fastlæggelse af virksomhedens kapitalstruktur kræver, at der skal benyttes markedsværdier for henholdsvis egenkapitalen samt nettogælden, er driftens kapitalomkostninger et udtryk for det kapitalindskyderne ofrer ved at investere i virksomheden⁷⁸

Formålet med værdiansættelsen er at finde handelsværdien af modelvirksomheden. Det kan dog give anledning til udfordringer, da handelsværdien ikke kendes. Dette skyldes, at aktierne er unoteret og ikke tidligere har været handlet på markedet, hvorfor der skal anvendes et skøn over den langsigtede kapitalstruktur. Den teoretiske konsistente metode vil være en løbende tilpasning af kapitalvægtene R_e og R_d , således at disse afspejler de løbende ændringer der er i kapitalstrukturen for virksomheden. Det kan dog være vanskeligt at estimere samt være forbundet med væsentlig usikkerhed i øvrigt. SKAT finder det derfor rimeligt, at der anvendes en konstant kapitalstruktur over hele værdiansættelsesperioden.⁷⁹

For modelvirksomhedens kapitalstruktur, vil der tages udgangspunkt i den bogførte egenkapital og nettogæld, hvilket ses i tabellen nedenfor. Her vises fordelingen mellem gæld og egenkapital i årene 2014-2016.

Tabel 19

Kapitalstruktur	2016	2015	2014
Fremmedkapital	61%	64%	52%
Egenkapital	39%	36%	48%

Kapitalstrukturen for modelvirksomheden må forventes, på baggrund af en vurdering af fordelingen af egen- og fremmedkapital i tabel 19, at være fordelt med 59 % egenkapital og 41 % fremmedkapital i budget- og terminalperioden, således at der anvendes en konstant kapitalstruktur.

⁷⁸ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 47

⁷⁹ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse: 4.1.2.8. Kapitalstruktur

4.6.8 Egenkapitalomkostninger - Ejernes afkastkrav

Beregning af WACC'en kræver, som vist i formelen ovenfor, viden om afkastkravet for egenkapitalen. Dette svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering med samme risiko,⁸⁰ hvorfor formålet er at fastsætte det afkastkrav investorer ville kræve for at investere i virksomheden.

For at udregne WACC'en kan der med fordel anvendes en Capital Asset Pricing Model, herefter kaldet CAPM.

4.6.9 CAPM

CAPM tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele markedsporteføljen⁸¹, ud fra den antagelse, at investorerne vil kræve et merafst som kompensation for risikoen ved aktien.⁸²

Det ses ofte i praksis, at der tillægges et risikotillæg for unoterede aktier. En høj grad af likviditet vil, alt andet lige, være en fordel for en investor, som vil have lettere ved at opbygge eller afvikle en position uden for store omkostninger. Det er dog ikke muligt at give en entydig anbefaling på likviditetstillæggets størrelse.⁸³ I praksis varierer størrelsen af likviditetstillægget⁸⁴, men vil for modelvirksomheden blive fastsat til 2%.

Nedenfor ses ligning⁸⁵ for CAPM, der således udtrykker sammenhængen mellem ejernes afkastkrav og markedsrisikoen. Inddragelse af likviditetstillægget medfører, at CAPM-modellen ændrer udseende således at der tillægges r_1 .⁸⁶

⁸⁰ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

⁸¹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

⁸² Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

⁸³ http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/investeringsanalyser_og_finansiell_styring/artikel/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html#fodnote-link-280

⁸⁴ Ofte anvendes likviditetstillæg på mellem en halv og fem procent.

⁸⁵ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

⁸⁶ http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/investeringsanalyser_og_finansiell_styring/artikel/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html#fodnote-link-280

$$r_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f] + r_1$$

Hvor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

r_1 = likviditetstillæg

Ud fra ligningen kan det ses, at det forventede afkast på en aktie er det samme som det risikofrie afkast tillagt en risikopræmie, der er proportional med en akties beta⁸⁷.

4.6.10 Den risikofri rente

Ses der på den risikofrie rente, svarer denne i teorien til renten på en nul-kuponobligation, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko, og med samme løbetid som de tilbagediskonterede pengestrømme. Det ville i teorien medføre, at der skal benyttes flere forskellige renter for hvert år i værdiansættelsen. For at undgå dette, anbefales det derfor i praksis, at der til at estimere den risikofrie rente⁸⁸, anvendes den effektive rente for en toneangivende 10-årig statsobligation⁸⁹, hvorfor det er valgt at benytte denne. Denne er fastsat til 0,6%.

Tabel 20

Risikofri rente (effektive)	
Danske stat 2027 ⁹⁰	0,60%

⁸⁷ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

⁸⁸ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse: 4.1.2.2. Risikofri rente

⁸⁹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 44

⁹⁰ http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2027

4.6.11 MRP – Markedsrisikopræmien

Markedets risikopræmie udtrykker det tillæg, en investor forventer at kræve for at investere i en risikobetonet aktie, frem for at investere risikofrit i statsobligationer.⁹¹

Størrelsen af risikopræmien kan ikke aflæses konkret i markedet og skal derfor estimeres. Der findes til dette, tre forskellige metoder, som er mulige at anvende:⁹²

1. Et skøn af investorernes krav til risikotillægget. Dette sker ved en undersøgelse blandt et antal af investorer, hvorefter et gennemsnit anvendes. Der kan dog være større forskelle i MRP fra branche til branche. Størrelsen af MRP for året 2016, gennem disse opinionsmålinger, er taget fra aktøren PWC⁹³ som udarbejder disse opinionsmålinger fra tid til anden. I deres seneste måling, udgivet materiale fra 2016, var den estimerede gennemsnitlige MRP på 5,6 procent.
2. Historiske data, hvor risikopræmien estimeres ud fra disse. Dette gøres ved at fastlægge en historisk risikopræmie ud fra historiske observationer, men her forudsættes det at den fremtidige risikopræmie er uændret. Den risikopræmie der er gældende i dag, er fastsat ud fra andre forhold end de historiske observationer, hvorfor dette ikke virker optimalt til brug i indeværende værdiansættelse.
3. Forventningerne til fremtiden. Her beregnes risikopræmien på baggrund af nuværende aktiekurser fx ved hjælp af residual-indkomstmodellen. Denne metode er yderst vanskelig at anvende, da der stilles store krav til, hvilke forventninger markedet har til de forventede fremtidig pengestrømme.

Da første metode antages at være den mest hensigtsmæssig og med stor tilslutning i praksis, tages der udgangspunkt i denne. Da det vurderes, at der er større usikkerhed forbundet med

⁹¹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 44-45

⁹² Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 44-45

⁹³ Price WaterhouseCoopers

estimeringen, samt at der er lagt op til et skøn, og at dette ses at varierer fra branche til branche, vil det herefter antages, at MRP til brug videre i værdiansættelsen udgør 8%.

4.6.12 Beta værdien

Betaværdi er udtryk for den systematiske risiko ved en given investering i en aktie. Værdien er således et relativt risikomål, hvis fortolkning er vist nedenfor i tabel 21.

Tabel 21⁹⁴

$\beta = 0$	Risikofri investering
$\beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Af ovenstående fortolkning kan udledes, at virksomheder der er relativt konjunkturfølsomme, vil have en større beta-værdi, da konjunkturudsving kan medføre udsving i indtjeningen. Der vil derfor, fra markedets side, kræves en større risikopræmie for at investere i virksomheden. Er det således tilfældet, at en given aktie er behæftet med en høj betaværdi ($\beta > 1$), vil det endvidere resultere i en høj systematisk markedsrisiko, hvorfor der vil være pålagt en højere risikopræmie, hvilket alt andet lige vil påvirke fastsættelsen af WACC'en og dermed også værdiansættelsen.

Fastsættelse af en korrekt betaværdi er i praksis en vanskelig opgave, da denne varierer fra branche til branche. Der vil for modelvirksomheden blive brugt en beta-værdi på 1.6, hvilket vil karakterisere virksomheden som værende mere risikobehæftet end markedsporteføljen.

⁹⁴ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 45

4.6.13 Estimering af egenkapitalomkostninger

Der er ovenfor gennemgået og fastsat diverse elementer der indgår i beregningen af ejernes afkastkrav r_e .

Ved brug af CAPM vil følgende blive anvendt:

Risikofrie rente, $r_f = 0,6\%$

Beta, $\beta = 1,60$

Markedets Risikopræmie, $E(r_m) - r_f = 8\%$

Likviditetstillæg, $r_1 = 2\%$

Ved at indsætte i ligningen for CAPM fås følgende:

$r_e =$	$0,6\% + 1,6 \times 8\% + 2\%$	$=$	15,40%
---------	--------------------------------	-----	--------

4.6.14 Renten på fremmedkapital

Andet led, der bruges til beregningen af modelvirksomhedens WACC, er afkastkravet på de finansielle forpligtelser. Da pengestrømmene fra driftsaktiviteter i værdiansættelsen måles på efter-skat basis, skal de finansielle forpligtelsers afkastkrav, således også måles efter skat.⁹⁵ Da virksomheder sjældent oplyser deres opnåede rente på gæld, beregnes renten ofte som den risikofrie rente, tillagt et risikotillæg. Afkastkravet til de finansielle forpligtigelser, udledes af ligningen⁹⁶:

$$r_g = (r_f + r_s) (1 - t_s)$$

Hvor:

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t_s = selskabsskatteprocenten

⁹⁵ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 48

⁹⁶ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 48

Den risikofrie rente blev fastsat ovenfor, på baggrund af den 10-årige danske statsobligation, hvilken også benyttes her. Dermed udgør den effektive risikofrie rente 0,6 %.

4.6.15 Selskabsspecifikt risikotillæg

Når en virksomhed skal låne penge, kræver långiver ofte et risikotillæg. Dette gøres for at kompensere for risikoen for, at virksomheden ikke kan betale lånet tilbage. Derfor må virksomheder der ud fra deres risikoprofil, opfattes som mere risikofyldte, skulle betale en højere rente. Virksomheders risikotillæg fastsættes normalt ud fra en kredit-rating, hvor en lav rating vil resultere i et højere risikotillæg⁹⁷. Såfremt virksomheden ikke har tidligere kredit-ratings, har SKAT accepteret⁹⁸, at der kan anvendes inspiration fra eksisterende låneaftaler. Det forudsættes dog, at vilkårene i låneaftalerne er på armslængdevilkår, og at låneaftalerne i øvrigt afspejler den kreditrisiko, som skal indgå i WACC'en. Det antages på baggrund af modelvirksomhedens gældssætning, at eksisterende låneaftaler fordre et selskabsspecifikt risikotillæg på 10%.

4.6.16 Beregning af långivernes afkastkrav

De relevante faktorer, der bruges til beregningen af det forventede fremmedkapitalsafkastkrav og kan fastsættes til følgende efter skat:

$r_g =$	$0,6\% + 10\% * (1-0,22)$	$=$	8,27%
---------	---------------------------	-----	-------

4.6.17 Beregning af WACC for modelvirksomheden

Da afkastkravet til egenkapitalen samt långivernes afkastkrav nu er udledt jf. ovenfor, er det muligt, at beregne WACC'en for modelvirksomheden, dette gøres ud fra formelen⁹⁹:

⁹⁷ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 48

⁹⁸ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse, 4.1.2.6

⁹⁹ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 46

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} \cdot r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} \cdot r_g$$

Indsættes de udledte værdier fra den reformulerede balance samt r_e og r_d fås følgende:

$r_{WACC} =$	$(0,39 \times 15,40 \%) + (0,61 \times 8,27 \%) =$	11,05%
--------------	--	---------------

I nogle værdiansættelser anvendes en stigende WACC. Anvendelsen af en stigende WACC relatere sig til den stigende usikkerhed på pengestrømme, jo længere frem i tid man befinder sig fra budgetteringstidspunktet.

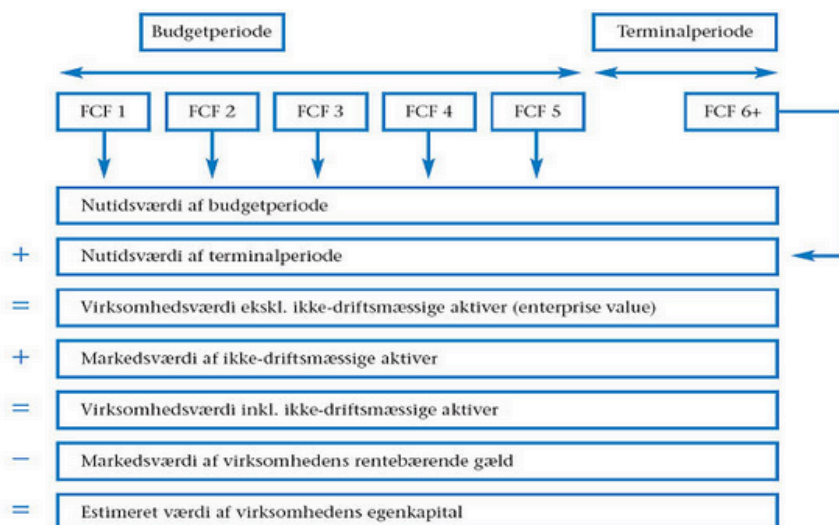
SKAT anbefaler, at der *ikke* indregnes et stigende risikotillæg i WACC'en, hvorfor det antages at WACC'en vil være konstant(flad) gennem budget- og terminalperioden.¹⁰⁰

4.6.18 Værdiansættelse af modelvirksomheden

Der vil i det følgende beregnes værdien af modelvirksomheden. Dette gøres på baggrund af budgetteringen samt den fastsatte WACC i de ovenfor gennemgået afsnit. Værdiansættelsen vil herefter blive udregnet ud fra DCF metoden, hvilket er en indirekte metode til at fastsætte værdien af egenkapital. Modellen anvender pengestrømme fra virksomhedens indkomst, både de forhenværende samt fremtidige forventede pengestrømme, som herefter tilbagediskonteres til nutidsværdier ved anvendelse af den fastlagte WACC, hvorefter virksomhedens anslåede værdi, eksklusiv ikke driftsmæssige aktiver, udledes. Hertil tillægges, de ikke-driftsmæssige aktiver, for at finde virksomhedens værdi inklusiv ikke-driftsmæssige aktiver. Til sidst fratrækkes markedsværdien af virksomhedens rentebærende gæld, hvorefter værdien af virksomhedens egenkapital fremkommer.

¹⁰⁰ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse: 4.1.3.2.

Ovenstående illustreres i følgende figur 4¹⁰¹:



DCF modellen anvendes, da den tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme og ikke i bogførte værdier. Benyttes de bogførte værdier, ville der være risiko for, at der blev anvendt manipulerede regnskabsresultater, hvilket vil være uhensigtsmæssigt.

Nedenstående formel viser udtrykket for værdiansættelse efter DCF-modellen:¹⁰²

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

EV_0 = Nutidsværdi af egenkapital

FCF = De frie pengestrømme ($FCF_t = DO_t - \Delta NDA_t$)¹⁰³

WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = Vækstrate i terminalperioden

n = antal år med vækst i budgetperioden

¹⁰¹ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele. – FSR2002 – værdiansættelse

¹⁰² Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse; 4.1 DCF-modellen

¹⁰³ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 39

Budgetperioden som ses i første led i formelen, fastlægger de forventede frie pengestrømme i budgetperioden.¹⁰⁴ Disse budgetterede tal tilbagediskonteres med den estimerede WACC, for således at udgøre nutidsværdien af den givne periode.

Hertil kommer andet led, terminalperioden, som er udtryk for den periode, hvor de budgetterede perioder der fastlægges, kan fremskrives med en såkaldt "steady-state", som er et udtryk for en periode, hvor virksomhedens vækst ikke er væsentligt afvigende fra den generelle i samfundet.

Med udgangspunkt i budgetteringen og den fastsatte WACC på 11,05 % er virksomhedens værdi beregnet nedenfor. I terminalperioden er g , væksten indregnet med 1,5 %, som fastsat ovenfor under afsnittet 4.7.2 - Budgetperiodens længde. Af den udregnede virksomhedsværdi, fra henholdsvis budgetperioden og terminalperioden, fratrækkes markedsværdien af virksomhedens rentebærende gæld som resultere i, at egenkapitalens værdi fremkommer.

Værdiansættelse af modelvirksomheden ud fra DCF metoden kan ses i nedenstående.

Værdiansættelse af Modelvirksomheden						
(i t.kr.)		Budgetperiode				Terminalår
År		2017	2018	2019	2020	2021
FCF		1.401	1.073	1.127	1.476	1.498
g (vækst)						1,5%
Afkastkrav, r_{wacc}		11,05%	11,05%	11,05%	11,05%	11,05%
Diskonteringsfaktor		0,90	0,81	0,73	0,66	0,59
Nutidsværdi FCF (pr. år)		1261	870,20	823	970,55	
Nutidsværdi FCF (t.o.m. År 2020)	3.925					
Nutidsværdi Terminalværdi	10.310					
Virksomhedsværdi	14.235					
- Netto finansielle Forpligtelser	5.481					
= Egenkapitalværdi	8.754					
Antal Aktier	500					
Værdi pr. aktie	17,5					

Værdien af modelvirksomheden er dermed opgjort til 8.754 t.kr. Da det antages, at der er 500 aktier vil den anslået værdi pr. aktie svare til 17,5 t.kr.

¹⁰⁴ også kaldet Free Cashflows to Firm

4.6.19 Følsomhedsanalyse

For at fuldføre værdiansættelsen er det relevant at vurdere, hvor følsom den beregnede værdi er overfor ændringer i WACC'en. Dette gøres ud fra den betragtning, at WACC'en har en afgørende indflydelse på den endelige værdiansættelse af virksomheden, hvorfor fejlestimat vil have en stor indvirkning, hvilket kan resultere i en misvisende værdiansættelse.

I tabellen 23 nedenfor er derfor medtaget ændringer i WACC'en, i spændet +2 procentpoint til -2 procentpoint. Udgangspunktet ses ved en WACC på 11,05% med en værdi på 8.754 t.kr.

Tabel 22:

Ændring i WACC	Værdimæssig stigning / fald i værdi	Værdimæssig stigning / fald i %
9,05%	12653	44,5%
10,05%	10478	19,7%
11,05%	8754	-
12,05%	7372	-15,8%
13,05%	6224	-28,9%

Som det fremgår af ovenstående tabel, har ændringer i WACC'en, stor betydning for modelvirksomhedens endelige værdiansættelse, hvor en positiv ændring i WACC'en på blot +1 procentpoint får virksomhedens værdi til at stige med hele 19,7%. Omvendt kan nævnes at en negativ ændring af WACC'en på -2 procentpoint, får værdien til at falde drastisk med hele -28,9% og, resultere endda i at værdien falder til under den beregnede værdi ved brug af cirkulærerne.

4.7 Overensstemmelse mellem værdiansættelsesmodellerne

Som det kan ses i tabel 23, er der jf. ovenstående værdiansættelsesafsnit forskel på de fremkomne værdier, hvorfor det må konstateres, at der ikke er overensstemmelse mellem værdierne der udledes ved brug af DCF metoden, samt TSS cirkulære 2000-09 og TSS cirkulære 2000-10.

Tabel 23:

Værdiansættelse (t.kr)	
Cirkulære	7.405
DCF	8.754

Da det skattemæssigt er hovedreglen, at værdien af virksomheden skal sættes til handelsværdien, forekommer handelsværdien som værende den objektive værdi, to uafhængige parter måtte komme frem til ved forhandling. Dog vil der ved anvendelse af cirkulæret kunne fremkomme en værdi, der generelt er lavere end hvad DCF metoden ville komme frem til, hvilket leder til spørgsmålet om, hvorvidt værdierne afspejler den reelle handelsværdi. I det følgende vil det blive diskuteret, hvilke forhold der kan være udslagsgivende for forskellen i beregningerne.

Værdiansættelsen ved brug af DCF metoden foretages på baggrund af et gennemarbejdet budget, som skal passe til den pågældende virksomheds strategiske planer, hvorfor der almindeligvis analyseres branche og konkurrencen i øvrigt. Derudover udarbejdes årsopgørelser, der tager højde for resultatopgørelsen, balancen og fremtidige pengestrømme. Det skal dog fremhæves, at hver af disse elementer i DCF metoden kan give udfordringer ved selve værdiansættelsen.

DCF metoden har blandt andet den forudsætning, at al overskydende likviditet udloddes, hvilket giver en nutidsværdi lig nul, da investeringen således anses som afkastkravet. Hvis forudsætningen ikke overholdes i værdiansættelsen, vil modellen have tendens til at overvurdere værdien. Denne forudsætning ses dog opfyldt i værdiansættelsen af modelvirksomheden, hvilket også gøres generelt i praksis.

Et andet mere grundlæggende forhold, der kan give problemer når det kommer til den reelle handelsværdi er, at der ved DCF metoden er tale om skøn i flere henseender. Dette gælder specielt for de variabler der driver beregningen af budget- og terminalperioden, som har en stor indflydelse på den samlede værdi.¹⁰⁵ Budgetteringen er central for selve værdiansættelsen, men desuagtet er en værdiansættelse efter DCF metoden ikke bedre end de budgetforudsætninger, der ligger til grund for denne.¹⁰⁶ Selv ved små estimatfejl, eller kvalifikationsfejl vedrørende poster fra regnskabet, når dette skal reformuleres, kan give store udsving i den endelige værdi. Derudover vil der, ved fejlagtig anvendte beta-værdier, være risiko for at ejerafkastkravet fastsættes forkert, som igen vil resultere i en markant anden værdi.

Det at der tages højde for fremtidig indtjening og forventet fremtidige pengestrømme, gør at DCF metoden dog stadig må kunne fremføres som værende den mest sikre model til værdiansættelse, da den netop tager udgangspunkt i tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme. Det skal dog bemærkes, at når metoden anvendes til at finde handelsværdien, kan der være tilfælde, hvor der i værdiansættelsen vil kunne blive slækket på pålideligheden, for at tilgodese visse interesser, eller modsat, at få virksomheden til at se bedre ud end den reelt er. Dette kan resultere i, at de endelige opnåede værdier ikke vil være korrekte, og som konsekvens heraf giver en værdi der ikke udtrykker handelsværdien.

Ved anvendelse af cirkulærernes beregningsmodel¹⁰⁷, hvor der tages udgangspunkt i virksomhedens regnskabsmæssige resultat før skat, for de seneste tre regnskabsår, arbejdes der således alene med virksomhedernes historiske resultater. Det må da forudsætningsvist forventes at indikere en markedsværdi af en virksomhed, som forventes at have samme vækst og afkast, som den historisk har haft.¹⁰⁸ Cirkulærerne forudsætter således implicit en stabil vækst og fremtidig indtjening, og det må anføres, at dette ofte ikke er realistisk. Det kan derfor overvejes om værdiansættelse efter cirkulærerne giver et retvisende billede af virksomhedens reelle værdi,

¹⁰⁵ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 253

¹⁰⁶ Sørensen, O., Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 266

¹⁰⁷ TSS cirkulære 2000-09, og 2000-10

¹⁰⁸ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse; 1.1 Baggrund og nuværende praksis

da der ved anvendelse af historiske resultater, ikke tages højde for fremtidig indtjening eller vækstmuligheder. Der kan derudover være betydelig risiko for spekulationer angående diverse periodiseringer eller planlægning af større investeringer, når der anvendes aflagte regnskaber. Dette kan give et andet billede af virksomheden end dens reelle værdi, hvilket kunne være oplagt i generationsskifte øjemed. Dette må dog formodes at forhøje risikoen for, at SKAT tilsidesætter værdiansættelsen, og i stedet ansætter deres egen.¹⁰⁹

Selve goodwillcirkulæret har også en begrænset anvendelse. Det fremgår af anbefalingerne til anvendelsen af hjælpereglen, hvornår denne kan siges at være udtryk for handelsværdien og hvornår den skal fraviges. Goodwill er netop den merværdi en ny erhverver vil være villig til at betale mere, foruden værdien af virksomhedens aktiver. Denne merværdi afspejles som udgangspunkt i indtjeningen. Det kan dog tænkes, at virksomhedens omkostningsstruktur i nogle tilfælde vil overskygge denne merværdi, hvorfor der ved anvendelse af beregningsmodellen efter cirkulærerne, således også er en udpræget risiko for, at den fremkomne værdi ikke udtrykker handelsværdien.

Anvendelse af cirkulærerne kan dog være relevante under specifikke forhold jf. afsnit 3.1.3. Hvorimod det i andre tilfælde, herunder i situationer, hvor en virksomhed har divergerende indtjening og vækstforhold, må formodes, at DCF-metoden vil give en mere retvisende værdiansættelse. Såfremt estimaterne ved DCF-metoden dog ikke er præcise, må det formodes, at det foretrækkes at basere værdiansættelsen på aflagte regnskaber, da disse afspejler en vis form for reel opnåede værdi i virksomheden.

Uanset resultatet der fremkommer, hvad enten det følger af cirkulærets anvendelse eller DCF-modellen, vil resultatet desuden kunne fraviges i sin helhed eller for så vidt angår enkeltposter, når det må anses for relevant og væsentligt for at finde et egnet udtryk for værdien af de overdragne aktier.¹¹⁰ Endvidere er der, ved anmodning om bindende svar, intet krav på, at den

¹⁰⁹ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse; 2. Goodwillcirkulæret

¹¹⁰ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=13733> - pkt. 3.

værdi, der fremkommer ved anvendelse af hjælpereglerne i cirkulærerne, accepteres af skattemyndigheden, da den beregnede værdi kun er vejledende for handelsværdien.¹¹¹

Af nyere praksis kan fremføres SKM2017.200.ØLR¹¹²,

Under sagens omstændigheder fandt landsretten, at skattemyndighederne ved ansættelsen af værdien med rette havde set bort fra de særlige hjælperegler for beregning, der er indeholdt i cirkulærerne og, at anvendelsen af de i cirkulærets anførte hjælperegler ikke kunne anses for retvisende, da det kunne lægges til grund, at handelsværdien var markant højere end de værdier, sagsøgeren havde beregnet.

4.8 Afspejler metoderne handelsværdien?

Hvilken model der afspejler den reelle handelsværdi er der ikke noget entydigt svar på, da det vil være nærmere op til den konkrete virksomhed. Ved et forestående generationsskifte må det, for mindre virksomheder med en mere simpel opgørelse af årenes resultater, formodes at foretrækkes en værdiansættelse efter cirkulærerne, da SKAT må formodes at godkende ovenstående værdiansættelse efter cirkulærerne. For større virksomheder derimod, med en formodet mere kompleks regnskabsførelse og flere forskellig artede aktiviteter, må en værdiansættelse efter cirkulærerne formodes ikke at afspejle den reelle markedsværdi, da de må formodes at tyde i retning af en lavere opgjort værdi¹¹³.

På baggrund af overførte forhold, modelvirksomhedens størrelse og værdiansættelse, må det formodes, at SKAT ville godkende, den gennem cirkulærerne udledte værdi, som værende handelsværdien, hvorfor der for resten af afhandlingen vil blive anvendt en virksomhedsværdi på 7.405 t.kr.

¹¹¹ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse – pkt. 2.

¹¹² <http://kammeradvokaten.dk/nyheder/2017/1/principiel-dom-om-vaerdiansaettelse-af-aktier-og-anpartar/>

¹¹³ Som det også ses i afsnit 3.1.2

4.9 Delkonklusion

På baggrund af værdiansættelsen, kan det udledes, at der ikke er overensstemmelse mellem de fremkomne værdier efter henholdsvis cirkulærerne og DCF metoden. Ved værdiansættelse efter hjælpereglerne i henholdsvis TSS cirkulære 2000-09, og TSS cirkulære 2000-10, tages der udgangspunkt i virksomhedens regnskabsmæssige resultat før skat for de seneste tre regnskabsår. Der arbejdes således alene med virksomhedernes historiske resultater, hvorfor cirkulærerne implicit forudsætter en stabil vækst og fremtidig indtjening. Ved anvendelse af cirkulærerne vil den fremkomne værdi ofte være en lavere værdi end, hvad DCF metoden ville komme frem til. Dette kan blandt andet skyldes, at værdiansættelsen efter DCF metoden tager højde for fremtidig indtjening og forventet fremtidige pengestrømme, hvorfor DCF metoden også er anerkendt værdiansættelsesmetode, da den netop tager udgangspunkt i tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme. Det skal hertil bemærkes, at en DCF metode ofte anses som værende en oppustet værdi, hvilket også kan være med til at forklare forskellene i handelsværdierne. Der kan ved begge beregningsmodeller fremkomme fejlkilder, da selv de mindste tal, kan påvirke handelsværdien, hvilket også kunne udledes gennem følsomhedsanalysen af DCF metoden.

Hvilken model der reelt afspejler handelsværdien, er der ikke noget entydigt svar på, da det altid vil komme an på den konkrete virksomhed. Det må dog konkluderes, på baggrund af analysen om værdiansættelsen, at generationsskifte af mindre virksomheder, med en forholdsvis simpel opgørelse af årenes resultater, kan formodes at foretrække en værdiansættelse efter cirkulærerne. Det må endvidere formodes, at SKAT i disse tilfælde vil være mere tilbøjelig til at godkende disse værdiansættelser efter cirkulærerne. For større virksomheder, med en mere kompleks regnskabsførelse og flere forskellig artede aktiviteter, må en værdiansættelse efter cirkulærerne formodes ikke at kunne afspejle den reelle markedsværdi, da værdien efter cirkulærerne på baggrund af udledningerne, tyder i retning af en lavere opgjort værdi.

I tilfælde hvor estimerne ved DCF metoden ikke kan anses som værende præcise eller udledes korrekt, må det formodes, at cirkulærerne dog vil være at foretrække, da værdiansættelsen baseres på aflagte regnskaber, som må formodes at afspejle en vis form for reel opnåede værdi i virksomheden.

Uanset resultatet der fremkommer ved cirkulærerne eller DCF metoden, vil resultatet kunne fraviges i sin helhed eller for så vidt angår enkeltposter, når det anses for relevant og væsentligt for at finde et egnet udtryk for værdien af de overdragne aktier. Endvidere skal det bemærkes, at der ved anmodning om bindende svar, ikke er et krav på, at den beregnede værdi accepteres, selvom der er anvendt en DCF metoden eller hjælpereglerne i cirkulærerne, da disse kun anses som vejledende til beregningen.

5. Kapitel

5.1 Opgørelse ved skattemæssig succession og A/B-modellen

I følgende afsnit vil værdiansættelsen, ud fra cirkulærerne, blive brugt til at påvise, hvad valget af overdragelsesmodel har af betydning for overdrager og erhverver. Dette gøres for, i sidste ende, at sammenholde de to overdragelsesmodeller for at finde frem til, hvilken model man ville foretrække under givne forhold. Som tidligere nævnt, må det formodes, at SKAT ville godkende ovenstående værdiansættelse ved brug af cirkulærerne, hvorfor værdiansættelsen på 7.405. t.kr. vil blive brugt i det følgende.

5.2 Opgørelse ved anvendelse af succession reglerne

Da det søges at belyse, hvilken betydning lovforslaget om nedsættelse af bo- og gaveafgiften til nærtstående ved generationsskifte, vil have på selve valget af model, vil det følgende kapitel tage udgangspunkt i, at lovforslaget træder i kraft. Da erhververen bliver gaveafgiftspligtig af værdien af virksomheden, udregnes erhververens likviditetsbehov som følgende.

Da det antages, at det nye lovforslag træder i kraft vil gaveafgiftssatsen i 2017 være på 13% efter det gavebund-beløbet er fratrasket, som er på 62.900 (2017).

$$7.405 - 62.9 = 7.342 \text{ t.kr.}$$

$$7.342 * 0,13 = 954.5 \text{ t.kr.}$$

Erhververen vil i tilfældet med en gaveafgift på 13%, blive afgiftspligtig af beløb; 954.500 kr. hvilken skal betales i forbindelse med overdragelsen.

5.2.1 Betydning for erhververen ved anvendelse af successionsreglerne.

Når virksomheden skal overdrages til erhververen, vil selve værdien af virksomheden blive anset som en gave der gives fra overdrageren til erhververen, hvilket som udgangspunkt vil udløse gaveafgift for erhververen, da værdien må formodes at overstige det gavebund-beløbet. Ved at benytte successionsreglerne i kombination med en gave bliver erhververen dermed afgiftspligtig

af det beløb, der overstiger gavebund-beløbet på 62.900, op til selve værdien af virksomheden. Erhververen vil derfor blive afgiftspligtig af 954.500 t.kr.

Endvidere vil der til de overdragne aktier, knytte sig en latent skattebyrde¹¹⁴

5.2.2 Betydning for overdrageren ved anvendelse af successionsreglerne.

Ved overdragelsen bliver overdrageren som tidligere nævnt ikke afståelsesbeskattet, da erhververen indtræder i overdragerens skatteretlige stilling, jf. § 34, stk. 2. Dette betyder ligeledes, at overdrageren træder ud af virksomheden uden at modtage nogen økonomisk kompensation.

5.3 Opgørelse ved anvendelse af A/B – modellen

Som nævnt sker A/B-modellen ved, at aktierne opdeles i forskellige aktieklasser, hvorefter der, i modelvirksomheden, tildele forlods udbyttet til A-aktierne samt stemmebegrænsning til B-aktierne indtil forlods udbytteretten er udtjent eller åremålsbegrænsningen er udløbet. Herefter ophører aktieklasserne, og generationsskiftet vil være gennemført.

Det følger således af anvendelse af A/B-modellen, at der skal tilknyttes en forlods udbyttet, rente- og risiko faktor, samt en eventuel åremålsbegrænsningsperiode.

Disse forhold vil blive udledt i det følgende.

5.3.1 Rente- og risikofaktorer

Når det skal vurderes om der skal tillægges en rente- og risikofaktorer skal der tages udgangspunkt i den enkelte virksomheds likviditet, indtjeningsevne og andre forhold som kan have en indvirkning på virksomhedens forhold over en årrække.

Såfremt det vurderes, at der foreligger en risiko for, at virksomheden ikke vil kunne udlodde det fulde udbytte, skal der tillægges en risikofaktorer. Ud fra administrativ praksis¹¹⁵ og vores antagelser for modelvirksomheden pålægges der en rente- og risikofaktorer på 5 %.

¹¹⁴ jf. afsnit 2.6.8 og 2.6.9

¹¹⁵ se afsnit 2.7.9

5.3.2 Forlods udbytterettens størrelse

Forlods udbytteretten beregnes ud fra følgende formel, som nævnt i 2.7.7.

$$\text{Forlods udbytte} = \frac{\text{Ejerandel} * (\text{selskabets handelsværdi} + \text{tegningsbeløb}) - \text{tegningsbeløb}}{\text{Ejerandel}}$$

Udregningen kan opstilles og fastsættes ud fra følgende:

Tabel 24:

Fastsættelse af Forlods udbytteretten		
Selskabets handelsværdi	DKK	7.405.000
Ny kapital (B-Aktierne)	DKK	450.000
Selskabets nye værdi		7.855.000
Eksisterende ejers nye kapitalandel (10%)	DKK	785.500
Primo selskabskapital	DKK	50.000
Forlods udbytteret før renter og risiko	DKK	7.355.000
Renter + risiko faktor : 5%	DKK	367.750
Forlods udbytteret	DKK	7.722.750

Som det fremgår af ovenstående tabel 24, vil en handelsværdi på 7.405 t.kr. efter rente og risiko faktor på 5%, fordre en forlods udbytteret i størrelsen 7.722 t.kr., der vil herefter blive estimeret længden på åremålsbegrænsningsperioden ud fra en opstillet afviklingsplan for forlods udbytteretten.

5.3.3 Åremålsbegrænsningsperioden

Når åremålsbegrænsningsperioden skal fastlægges, vil det være vigtigt at se på virksomhedens værdi, de sidste års indtjeningsevne samt hvad der tidligere har været udloddet.

Som det fremgår af regnskaberne for modelvirksomheden, har der i de tidligere regnskabsår været udbetalt udbytte i omegnen af 1.000 t.kr. hvert år, hvorfor dette er indsat i nedenstående afviklingsskema for at estimere en given længde på en eventuel åremålsbegrænsningsperiode.

Tabel 25:

År	Tilgodehaven de	Rente p.a. inkl. risiko	Forlodsudbytte inkl. rente+risiko	Årlig udbetaling af udbytte	Tilgodehaven de
	Primo				Ultimo
2017	7.355.000	367.750	7.722.750	1.000.000	6.722.750
2018	6.722.750	336.138	7.058.888	1.000.000	6.058.888
2019	6.058.888	302.944	6.361.832	1.000.000	5.361.832
2020	5.361.832	268.092	5.629.923	1.000.000	4.629.923
2021	4.629.923	231.496	4.861.420	1.000.000	3.861.420
2022	3.861.420	193.071	4.054.491	1.000.000	3.054.491
2023	3.054.491	152.725	3.207.215	1.000.000	2.207.215
2024	2.207.215	110.361	2.317.576	1.000.000	1.317.576
2025	1.317.576	65.879	1.383.455	1.000.000	383.455
2026	383.455	19.173	402.627	402.627	0

Af tabel 25 ovenfor, vil det på baggrund af antagelserne for udbytte udlodning på 1.000 t.kr. tage 10 år, at afvikle forlods udbytteretten for modelvirksomheden. Dette er dog forudsat, at der sker loyal udbetaling af udbytte hvert år, samt at dette gøres forsvarligt i forhold til virksomhedens kapitalberedskab.

Åremålsbegrænsningsperioden kan påvirke virksomheden på flere måder. Hvis den sættes over en lang årrække, vil der i nogle tilfælde opstå en forøget risiko, da sandsynligheden for, at der

forekommer underskudsår, eller i mere kritiske tilfælde, at virksomheden går konkurs, vil være større. Det kan i andre tilfælde have den modsatte effekt, da en længere åremålsbegrænsning kan hjælpe virksomheden med at kunne udbetale det fastsatte forlods udbytte uden at skulle påføre virksomheden en belastning.

En kortere periode kan ligeledes påføre virksomheden en større risiko, idet virksomheden risikere, at skulle udbetale et større forlods udbytte årligt end de tidligere har gjort, hvilket må formodes at kunne ramme virksomheden økonomisk u hensigtsmæssigt.

På samme måde vil det være en ulempe for overdrageren, da en kortere periode mindsker sandsynligheden for, at overdrageren modtager den fulde forlods udbytteretten

Når åremålsbegrænsningsperioden er udløbet eller udbytteretten er udtømt, vil aktieklasserne ophører, således at B-aktionæren har mulighed for at tegne nye aktier.

5.3.4 Hvad betyder det for erhververen ved anvendelse af A/B-modellen

For at indtræde i virksomheden vil likviditetsbehovet hos erhververen skulle udgøre 450.000 kr. for at opnå en aktiepost på 90%¹¹⁶ af selskabet. Denne aktiepost vil bestå af B-aktier, hvor der er tillagt en begrænsning i forhold til stemmeret og udbytteret. Ved anvendelsen af A/B-modellen kan erhververen derved købe sig ind i virksomheden til en lavere pris ved, at der løbende bliver udloddet forlods udbytte til A-aktionæren. Ved anvendelse af A/B-modellen vil der desuden *ikke* være tilknyttet en latent skattebyrde, da A-aktierne må formodes at blive værdiløse¹¹⁷, når udbytteretten er udtjent.

Som nævnt i afsnit 2.7.4, vil det desuden være en fordel for erhververen af oprette et holdingselskab inden anvendelsen af A/B-modellen, således at erhververen kan anvende sit holdingselskab til at erhverve B-aktierne i virksomheden. Når forlods udbytteretten herefter er udtømt og aktieklasserne ophævet, vil erhververen kunne modtage udbytte skattefrit til holdingselskabet.

¹¹⁶ jf. opgavens konkrete eksempel med modelvirksomheden

¹¹⁷ jf. SKM.2015.195.SR, *I den konkrete sag blev A-aktierne sidestillet med B-aktierne efter betalingen af udbytte i henhold til forlods udbytteretten. Hvilket er modsætning til sager, hvor A-aktierne er værdiløse efter udbytteretten er udtømt, ville en sidestillelse bevare værdi på A-aktierne.*

Da forlods udbytteretten, jf. ovenstående udregning, er fastsat til 10 år, vil det dog være en lang overdragelsesproces for erhververen. Han vil derfor være en passiv del af virksomheden i de første 10 år og først mærke den endelige overdragelse, når forlods udbytteretten er udtjent eller åremålsbegrænsningsperioden er ophørt.

5.3.5 Hvad betyder det for overdrageren ved anvendelse af A/B-modellen

Ved anvendelse af A/B-modellen, modtager overdrageren virksomhedens værdi i form af forlods udbytte. Derudover bevarer den bestemmende indflydelse i virksomheden indtil forlods udbytteretten er udtømt eller åremålsbegrænsningsperioden er udløbet. Overdrageren kan derfor have en interesse i, at der ikke fastsættes nogen åremålsbegrænsningsperiode, da dette vil øge sandsynligheden for at modtage hele forlods udbytteretten, samtidig med et ønske om ikke at forpligte virksomheden til at udlodde mere udbytte end højest nødvendigt, for at bevare kapitalen i selskabet.

Det vil derudover være en fordel for overdrageren at oprette et holdingselskab, hvilket medfører, at der kan modtages forlods udbytteretten skattefrit.

5.3.6 Opsamling

Da det koster erhververen 954.500 t.kr. i 2017, at succedere og 450 t.kr. ved anvendelse af A/B-modellen, må det ud fra antagelsen om at gøre det billigst muligt, kunne udledes, at erhververen ville vælge A/B-modellen. Det skal dog bemærkes, at der ved valget af A/B-modellen, med udgangspunkt i modelvirksomheden, vil være andre konsekvenser forbundet, da erhververen vil være en passiv del af virksomheden indtil overdragelsen har modtaget forlods udbytteretten.

5.4 Valg af generationsskiftemodel

Når der skal tages stilling til, hvilken generationsskiftemodel der skal anvendes, kan det på baggrund af ovenstående kapitler og modelvirksomheden udledes, at der er to grundlæggende forhold der gør sig gældende for valget af generationsskiftemodel, henholdsvis:

1. Overdragers ønske om kompensation
2. Erhververens likviditetsbehov

Disse forhold er opstillet i følgende rangorden, da overdragerens ønske om kompensation kan være den afgørende faktor, hvorfor man, i nogle tilfælde, ikke når at tage stilling til erhververens likviditetsbehov.

5.4.1 Overdragers ønske om kompensation

Grundlaget for, at overdragerens ønske om kompensation er den første afgørende faktor, er, at såfremt overdrageren ønsker en økonomisk kompensation for generationsskiftet, vil der ikke være mulighed for at vælge mellem henholdsvis skattemæssig succession og A/B-modeller, da det kun er A/B-modellen, der er konstrueret således, at overdrageren modtager virksomhedens værdi gennem forlods udbytteretten. Hvis overdrageren derimod ingen præferencer har, vil den næste faktor gøre sig gældende, da valget således vil afhænge af erhververens likviditet behov. Det vil i det følgende blive gennemgået, hvilken model der ville være at foretrække i tilfælde, hvor overdrageren ikke har nogle præferencer.

5.4.2 Erhververens likviditetsbehov

Såfremt det er erhververens likviditetsbehov der gør sig gældende for valget af model, må det formodes at være under antagelsen af, hvordan dette gøres billigst muligt. Der vil i det følgende tages udgangspunkt i værdien af modelvirksomheden for at illustrerer, hvilken betydning, det fremsatte lovforslag om nedsættelse af bo- og gaveafgiften har på valget af generationsskiftemodel. Det forudsættes fortsat, at erhververen opfylder betingelserne i lovforslaget, som nævnt i afsnit 2.6.6.

Tabel 26

Likviditetsbehov				
	2017	2018	2019	2020
	13%	7%	6%	5%
Succession	954	514	441	367
A/B-model	450	450	450	450

Likviditetsbehovets udvikling for årene 2017-2020, i ovenstående tabel 26, er beregnet på baggrund af modelvirksomhedens værdi, fratrukket det afgiftsfri gave-bundbeløb¹¹⁸ for 2017 (62.900). Herefter er gaveafgiften fundet ved at gange afgiftssatsen på det resterende beløb.

Tabel 26 viser, at såfremt overdrageren ingen præferencer har, til valget af generationsskifte model, vil der i det konkrete eksempel med modelvirksomheden, allerede fra 2019 være et mindre likviditetsbehov for erhververen, ved at anvende skattemæssig succession frem for A/B-modellen. Nedsættelsen af bo- og gaveafgiften vil derfor have en positiv virkning på valget, når generationsskiftemodellen skal vælges.

Tages udledningerne ovenfor i betragtning, og overføres til et mere generelt plan for valg af generationsskifte model, vil der være behov for at inddrage en tredje faktor, der gør sig gældende for valget af generationsskifte model, hvilket er virksomhedens værdi. I det følgende søges det at udregne, hvilken effekt virksomhedens værdi vil have på valget og hvor skattemæssig succession adskiller sig fra A/B-modellen. Dette er dog stadig ud fra antagelsen om, at overdrageren ikke har nogle præferencer, likviditetsbehov hos erhververen skal være mindst muligt og antagelsen om, at der ved brug af A/B-modellen skal overtages 90% B-aktier.¹¹⁹

Tabel 27

Grænseværdi ved valg af skattemæssig succession			
2017	2018	2019	2020
13%	7%	6%	5%
3462	6428	7500	9000

På baggrund af tabel 27 om grænseværdi ved valget af skattemæssig succession kan udledes, at såfremt det ønskes at bruge skattemæssig succession ved generationsskifte, vil det nye lovforslag fordre en ændring, for hvilken virksomhedsværdi det kan formodes at ville være mere attraktivt at vælge successions reglerne frem for A/B-modellen.

¹¹⁸ 62.900 kr. (2017-niveau), jf. BAL 23, stk. 1.

¹¹⁹ Som gør sig gældende for modelvirksomheden.

Det kan således, for virksomhedsværdier *under* de anførte, udledes at grænseværdierne stiger, hvorfor det vil være mere attraktiv for flere og flere virksomheder at vælge skattemæssig succession. Det skal dog bemærkes, at der stadig er tale om en forholds lille virksomhedsstørrelse. For store virksomheder, *over* de anførte grænseværdier, vil A/B-modellen stadig være at fortrække, da likviditetsbehovet ved skattemæssig succession stiger i takt med virksomhedens størrelse. Det må derfor formodes, at Lovforslaget om bo- og gavedansættelse, vil have en betydning for mindre virksomheder, hvor successions-modellen bliver mere attraktiv.

5.5 Delkonklusion

Når der skal foretages et generationsskifte kan der være mange faktorer som spiller ind, men på baggrund af afhandlingens analyse af generationsskiftemodeller, modelvirksomheden, værdiansættelsen og konsekvenser for henholdsvis overdrageren og erhververen, kan det udledes, at to afgørende faktorer gør sig gældende, når modellen skal vælges. Dette er henholdsvis overdragers ønske om kompensation og erhververens likviditetsbehov.

Om overdrageren har et ønske om kompensation vil være den første faktor, der skal tages stilling til, hvilket skyldes, at såfremt overdrageren har et ønske om kompensation, vil valget falde på A/B-modellen, da det er den eneste generationsskiftemodel, der er konstrueret således, at overdrageren modtager virksomhedens værdi i form af forlods udbytteretten. Andre forhold vil derfor ikke spille ind i dette tilfælde. I tilfælde hvor overdrageren derimod ikke har nogle præferencer, skal det næste faktorer tages i betragtning, hvilket er erhververens likviditetsbehov.

Ud fra værdiansættelsen af modelvirksomheden kan det udledes, at i 2019, vil likviditetsbehovet ved skattemæssig succession være under likviditetsbehovet ved A/B-modellen, hvorfor det ud fra antagelsen om mindst muligt likviditetsbehov, vil være at foretrække skattemæssig succession i 2019 og frem.

Når disse udledninger føres på et mere generelt plan, vil virksomhedens størrelse også være en afgørende faktor for valget af generationsskiftemodel. Ud fra udregninger af grænseværdier, kan

det udledes at små virksomheder, som ligger på en virksomhedsværdi under disse grænseværdierne, vil fortrække succession. Da bo- og gaveafgiften nedsættes løbende, vil virksomheder med en virksomhedsværdi på op til 9. mio. kunne fortrække skattemæssig succession i 2020. Virksomheder, med en virksomhedsværdi der ligger over disse grænseværdier, vil fortsat fortrække A/B-modellen og vil derfor ikke blive mærket af lovforslaget om bo- og gaveafgiftsnedsættelsen.

6. Kapitel

6.1 Konklusion

I afhandlingen er henholdsvis successionsmodellen samt A/B-modellen blevet behandlet. Ved anvendelse af successionsmodellen indtræder erhververen i overdragerens skatteretlige stilling, hvormed overdrageren træder ud af virksomheden, uden nogen form for økonomisk kompensation. Ved overdragelsen vil der desuden foreligge en latent skattebyrde på aktierne, hvilket betyder, at såfremt erhververen senere vælger at afstå aktierne i virksomheden, vil det medføre beskatning. Når successionsmodellen anvendes i sammenhæng med, at der gives en gave, i form af virksomhedens værdi, udløses der endvidere en gaveafgift for erhververen. Dette forhold ses at have en betydeligt indvirke på erhververens likviditetsbehov.

A/B-modellen derimod, anvendes som alternativ til skattemæssig succession. Specielt for modellen er at selskabskapitalen opdeles i henholdsvis A- og B-aktier, således at A-aktierne bliver tillagt en ret til et nærmere bestemt forlods udbytte, som afspejler virksomhedens værdi. Det ses i praksis, at der til A/B-modellen ofte knyttes stemmeretsbegrænsning, en rente- og risikofaktor samt en åremålsbegrænsningsperiode. Der vil ikke ved A/B-modellen være tilknyttet en latent skattebyrde, som det følger af skattemæssig succession.

Ved værdiansættelsen af virksomheden anvendtes henholdsvis hjælpereglerne i cirkulærerne samt DCF metoden. Der udledtes i afhandlingen, på baggrund af de fremførte antagelser og modelvirksomheden, at der ikke var overensstemmelse mellem de to beregningsmodeller. Der fandtes desuden ikke noget entydigt svar på, hvilket beregningsmetode der kunne anses som at afspejle den reelle handelsværdi. Dog må det formodes, at SKAT ville have tendens til at acceptere en værdiansættelse efter cirkulærerne ved mindre virksomheder.

På baggrund af afhandlingens analyse kan det konkluderes, at når der skal foretages et generationsskifte, er der tre afgørende forhold der gør sig gældende, når modellen skal vælges. Dette er henholdsvis overdragers ønske om kompensation, erhververens likviditetsbehov og virksomhedens størrelse.

Ud fra betragtningerne i afhandlingen kan det udledes, at det nye lovforslag vil medføre, at i 2020 vil virksomheder med en værdi på helt op til 9. mio. kr. kunne anvende skattemæssig succession for det samme, som det koster af anvende A/B-modellen, dog stadig ud fra afhandlingens antagelserne om en 90/10 fordeling af aktierne. Ligeledes kan det konkluderes ud fra afhandlingens betragtninger, at virksomheder med en virksomhedsværdi der ligger over 9 mio. kr., fortsat vil fortrække A/B-modellen og vil derfor ikke blive mærket af lovforslaget om bo- og gaveafgiftsnedsættelsen.

Det må alt andet lige kunne konkluderes, at lovforslaget vil have størst betydning for mindre virksomheder, når valget af generationsskiftemodel skal vælges.

7. Perspektivering

Et andet juridisk aspekt i diskussionen om, hvorvidt den ene model er at foretrække frem for den anden, basere sig på resultaterne i indeværende afhandling og antagelserne herfor.

I afhandlingen var det antaget, at erhververen skulle besidde 90% B-aktier og overdrageren 10% A-aktier. Der vil dog i praksis kunne sammensættes en lang række af andre mulige variationer, hvorfor en anderledes fordeling af aktierne, må formodes at kunne ændre på likviditetesbehovet for erhververen, da en lavere fordeling vil fordre et lavere tegningsbeløb for B-aktierne. Dette må endvidere formodes at ændre på afhandlingens resultater for, hvornår succession er at foretrække.

Et andet aspekt der må anses som værende interessant, i forhold til resultaterne i opgaven, er muligheden for gave. Dette skyldes, at overdrageren har mulighed for at give erhververen en ren pengegave, som kan bruges til betaling af afgiften der overstiger bundbeløbet. Det må da formodes i visse successions tilfælde at kunne resultere i, at likviditetsbehovet helt forsvinder for erhververen, da overdrageren blot kan yde bistand, i form af betaling af gaveafgiften. Dette gør sig dog også gældende for A/B-modellen, da en variation af fordelingen af henholdsvis A- og B-aktier, vil kunne resultere i et yderst fordelagtigt tegningsbeløb, som også her kan gives af overdrageren som gave. Det kræver dog en gavmild overdrager, men hvis alternativet er et salg til tredjemand, og det ønskes at bibeholde virksomheden på familiens hænder, vil dette også kunne konstrueres yderst fordelagtigt.

8. Litteraturliste

Bøger:

Sørensen, O. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012.

Hansen, J. og Lundgren, C. Køb og salg af virksomheder, Nyt Juridisk forlag, 5. Udgave, 2014.

Cirkulærer:

Cirkulære om værdiansættelse af akter og anparter (2000): TSCIRK 2000-03-28 nr. 9. Værdiansættelse af aktier og anparter.

Goodwillcirkulæret (2000): TSCIRK 2000-03-28 nr. 10. Vejledende anvisning om værdiansættelse af goodwill.

Værdiansættelsesvejledning fra 2009: Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse

Den juridiske vejledning, www.skat.dk

C.B.2.1.7.2 Realisationsprincippet eller lagerprincippet

C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession

C.B.2.1.4.8 Vedtægtsændringer

C.B.3.5.4.4 Aktier

C.C.6.4.1.2 Værdiansættelse af goodwill

C.D.6.1.4.8 Generationsskifte

Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2011-1:

S.G.2.3.1.2 Vedtægtsændringer

Hjemmesider:

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

http://webarkiv.ft.dk/Samling/20001/lovforslag_som_vedtaget/L36.htm

http://v.dk/wp-content/uploads/2016/11/06.13.2016-39-20161001-skattem.-succes-E-v.dk_.pdf

<https://www.retsinformation.dk/forms/R0710.aspx?id=89712>

<https://www.retsinformation.dk/eli/ft/200123L00194>

<http://hviidadvokater.dk/kapitalforhoejelse-kapitalnedsaettelse/>

<http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp>

http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/investeringsanalyser_og_finansiel_styring/artikel/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html#fodnote-link-280

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2027

<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=13733>

<http://kammeradvokaten.dk/nyheder/2017/1/principiel-dom-om-vaerdiansaettelse-af-aktier-og-anparter/>

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2017/03/nedsaettelse-bo-gaveafgift-generationsskifte-erhvervsvirksomheder.html>

Domme:

SKM2016.358.SKAT

SKM2015.274.SR

SKM2015.195.SR

SKM2012.257.SR

SKM2011.79SR

SKM2011.571SR

SKM2010.288.SR

SKM2010.2.SR

SKM2008.697.SR

SKM2008.600.SR

SKM2006.387.SR

SKM2005.549LR

SKM.2004.416.LR

SKM2004.174.LR

SKM2003.168. LR

SKM.2003.134.LR

SKM2003.66.LR

SKM2002.50.LSR

TfS2000.560 H

Forkortelser:

Juridiske

ABL - Aktieavancebeskatningsloven

KSL – Kildeskatteoven

PSL - Personskatteloven

LL - Ligningsloven

SEL – Selskabsskatteoven

BAL - Boafgiftsloven

SEL - Selskabsloven

VSL – virksomhedsskatteoven

NDA - Nettodriftsaktiver

FF - Finansielle forpligtelser

FA - Finansielle aktiver

NFF - Netto finansielle forpligtelser

EK - Egenkapital

OG - Overskudsgrad

AOH - Omsætningshastighed

DO - Driftoverskud

ROE – Egenkapitalforrentningen

ROIC - Afkastgraden

FGEAR – Finansieringsaktiviteten

WACC - Weighted Average Cost of Capital

Økonomiske

EBIT - Earnings before interest and tax

DA - Driftsaktiver

DF - Driftsforpligtelser

DCF – Discounted cash flow

V_e - Markedsværdien af egenkapitalen

V_{nff} - Markedsværdien af netto finansielle forpligtigelser

V_{nda} - Markedsværdien af virksomheden
($EK + NFF = NDA$)

R_e - Afkastkravet til egenkapitalen

R_d - Renten på fremmedkapitalen

CAPM - Capital Asset Pricing Model

r_e - Ejernes afkastkrav

r_f - Risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m) - r_f$ - Markedets risikopræmie

r_1 - risikotillæg

MRP – Markedsrisikopræmien.

r_s - Selskabsspecifikt risikotillæg

t_s - Selskabsskatteprocenten

EV_0 - Nutidsværdi af egenkapital

FCF - De frie pengestrømme

g - Vækstrate i terminalperioden

FCFF – free cash flow to firm

PV FCFF – present value free cash flow to firm

Bilag 1 Reformulering af Resultatopgørelse og Balance

Reformulering af Resultatopgørelse	2016	2015	2014
(t.kr.)			
Nettoomsætning	9.987	9.611	9.314
- Vareforbrug	-3.550	-3.545	-3.702
= Bruttoresultat	6.437	6.066	5.612
- Administrationsomkostninger	-3.052	-3.461	-3.771
= Driftsoverskud før afskrivninger (EBITDA)	3.385	2.605	1.841
- Af- og nedskrivninger	-748	-709	-844
= Driftsoverskud før skat (EBIT)	2.637	1.896	997
- Skat vedrørende drift	-580	-446	-244
= Driftsoverskud (NOPAT)	2.057	1.450	753
+ Finansielle indtægter	88	98	78
- Finansielle omkostninger	-479	-353	-443
= Netto finansielle omkostninger før skat	-567	-451	-521
+ Skattefordel vedrørende finansiering	125	106	128
= Netto finansielle omkostninger (NFO)	-442	-345	-393

Reformulering af Balancen	2016	2015	2014
(t.kr.)			
Bygninger	7.510	6.014	6.884
Driftsmateriel og inventar	3.095	3.413	4.315
Tilgodehavender fra salg	1.525	1.488	1.806
Driftsaktiveri alt (DA)	12.130	10.915	13.005
Udskudt skat	364	684	788
Varekreditorer	2.771	3.082	3.109
Driftsforpligtelser i alt (DF)	3135	3766	3897
Netto driftsaktiver (NDA)	8.995	7.149	9.108
Langfristet gæld	7.491	6.051	6.940
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	7.491	6.051	6.940
Andre tilgodehavender	419	481	601
Likvid beholdning	1.591	1.011	1.645
Finansielle aktiver i alt (FA)	2.010	1.492	2.246
Netto finansielle forpligtelser i alt (NFF)	5.481	4.559	4.694

Bilag 2 Budgettering af Modelvirksomheden

Resultatopgørelse	Historiske data			Budgetperiode				Terminalår
År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsætning	9.314	9.611	9.987	10486	11011	11561	11735	11911
DO, før skat	997	1.896	2.637	1987	2086	2190	2223	2257
Skat af årets resultat	-244	-446	-580	-437	-459	-482	-489	-496
Skattefordel af gæld	-128	-106	-125	-97	-102	-107	-108	-110
Skat på driftsoverskud	-372	-552	-705	-534	-560	-588	-597	-606
DO, efter skat	625	1.344	1.932	1.453	1.526	1.602	1.626	1.650
NFO, før skat	-521	-451	-567	-439	-461	-484	-492	-499
Skattefordel af gæld	128	106	125	97	102	107	108	110
NFO efter skat	-393	-345	-442	-343	-360	-378	-384	-389
NO	232	999	1.490	1.110	1.166	1.224	1.242	1.261

Balance								
NDA	9.108	7.149	8.995	9047	9499	9974	10124	10276
NFF	4.694	4.559	5.481	5315	5581	5860	5948	6037
Egenkapital _{primo}	4.414	4.414	2.590	3.514	3.732	3.919	4.115	4.176
NO	232	999	1.490	1.110	1.166	1.224	1.242	1.261
Dividende	-232	-2823	-566	-892	-979	-1028	-1181	-1198
Egenkapital _{ultimo}	4.414	2.590	3.514	3.732	3.919	4.115	4.176	4.239

Pengestrømme								
DO	625	1.344	1.932	1.453	1.526	1.602	1.626	1.650
Ændring i NDA	N/A	-1.959	1.846	52	452	475	150	152
Free cash flows to firm (FCFF)	625	3.303	86	1.401	1.073	1.127	1.476	1.498
NFO	-393	-345	-442	-343	-360	-378	-384	-389
Ændring i NFF	N/A	-135	922	-166	266	279	88	89
Pengestrømme fra finansiering	-393	-480	480	-509	-94	-99	-296	-300
Free cash flows to equity (FCFE)	232	2.823	566	892	979	1.028	1.181	1.198
Andel af FCFE til udlodning	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dividende	232	2823	566	892	979	1028	1181	1198

Budgettering af nøgletal	Historiske data			Budgetperiode				Terminalår
Vækst				5%	5%	5%	1,5%	1,5%
OG	10,70%	19,73%	26,40%	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%
AOH	1,02	1,34	1,11	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Skattesats	24,5%	23,5%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Kapitalstruktur	61%	64%	52%	59%	59%	59%	59%	59%
Rente, r_d				8,27%	8,27%	8,27%	8,27%	8,27%
FGEAR	1,06	1,76	1,56	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42
SPREAD	-1,82%	10,21%	12,79%	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%
ROIC	8,26%	20,29%	22,87%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%	16,06%
ROE	8%	43%	46%	30%	30%	30%	30%	30%