

# Gevinstmulighed – praksisændring for A/B-modeller

af SANDRA MØLLER HENRIKSEN og JACOB MEJLBY NIELSEN

*A/B-modellen har uden store ændringer været anerkendt som generationsskiftemodel i skattemæssige henseende siden 2003. I skrivende stund, har Skattestyrelsen dog varslet en praksisændring for modellen. Den varslede praksisændring er et resultat af henholdsvis SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR, hvorved Skattestyrelsen introducerer begrebet gevinstmulighed. Den varslede praksisændring indebærer, at der fremadrettet skal indregnes en gevinstmulighed i værdiansættelsen af kapitalandelene, som værdiansættes ved anvendelse af finansiel optionsteori herunder Black-Scholes og Binomialmodellen.*

*Afhandlingen har til formål at analysere begrebet gevinstmulighed i en skatteretlig kontekst samt diskutere og problematisere indregningen heraf. Ligeledes vurderes begrebet økonomiske berettigelse ved sammenligneligheden med finansielle optioner. Dernæst vurderes hjemlen til indregning af gevinstmulighed og afslutningsvist vurderes metoderne til værdiansættelse heraf.*

*Afhandlingen konkluderer, på baggrund af den varslede praksisændring og allerede kommenterede afgørelser fra Skatterådet, at gevinstmuligheden udgøres af en asymmetrisk risiko for gevinst og tab mellem kapitalklasserne og derved mellem generation senior og junior. Kompensation for denne risiko kan ikke ske gennem rente og risikotillæg, som tidligere praksis for A/B-modellen, men skal ske i form af betaling ved indregning i kapitalandelens handelsværdi. Afhandlingen konkluderer desuden, at selve værdiansættelsen af gevinstmuligheden synes at udgøre den primære udfordring. Dette skyldes, at gevinstmuligheden ikke er en egentlig option, og de af Skattestyrelsen foreslåede værdiansættelsesmodeller, henholdsvis Black Scholes og Binomialmodellen, ikke findes anvendelige. Dette understreges tillige af, at kapitalandelene er unoterede. Afhandlingen foreslår herefter, at modellerne tilpasses, eller at nye modeller udvikles, såfremt den varslede praksisændring fastholdes, da værdiansættelsen ellers bliver for usikker.*

## Indholdsfortegnelse

<b>RÉSUMÉ</b> .....	<b>2</b>
<b>KAPITEL 1 – INDLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.1 PROBLEMSTILLING.....	4
1.2 PROBLEMFORMULERING .....	5
1.3 AFGRÆNSNING.....	5
1.4 RETSKILDER OG METODE .....	5
<b>KAPITEL 2 – A/B-MODELLEN – ANVENDELSE OG ANERKENDELSE</b> .....	<b>6</b>
2.1 DEN SKATTERETLIGE ANERKENDELSE – SKM2003.66.LR .....	6
2.2 VÆRDIANSÆTTELSE AF SELSKABET .....	7
2.2.1 TSS 2000 09/10 .....	8
2.2.2 DCF-modellen.....	9
2.3 GENNEMFØRELSE AF A/B-MODELLEN.....	9
2.3.1 Indledende overvejelser.....	9
2.3.2 Vedtægtsændring og selskabsrettens betydning .....	10

2.3.3 Fastlæggelse af forlods udbyttet – værdiansættelse og forrentning.....	12
2.3.3.1 Værdiansættelse af den forlods udbyttet .....	13
2.3.3.2 Forrentning af den forlods udbyttet.....	14
2.3.4 Overdragelse til junior.....	15
2.4 ØKONOMISK RATIONALE FOR A/B-MODELLEN – EKSEMPEL PÅ ANVENDELSE .....	15
<b>KAPITEL 3 – INTRODUKTION AF GEVINSTMULIGHED .....</b>	<b>17</b>
3.1 GENNEMGANG OG ANALYSE AF PRAKSIS – GEVINSTMULIGHED?.....	17
3.2 FINANSIELLE OPTIONER .....	24
3.3 KAN GEVINSTMULIGHED SIDESTILLES MED EN FINANSIEL OPTION? .....	25
3.4 FORELIGGER DER PR. DEFINITION EN GEVINSTMULIGHED?.....	26
3.5 DELKONKLUSION .....	28
<b>KAPITEL 4 – GEVINSTMULIGHED – FREMADRETTET BEHANDLING .....</b>	<b>29</b>
4.1 HJEMMEL TIL INDREGNING AF GEVINSTMULIGHED?.....	29
4.2 UDFORDRINGER VED BESKATNING AF GEVINSTMULIGHED.....	32
<b>KAPITEL 5 – VÆRDIANSÆTTELSE AF GEVINSTMULIGHED .....</b>	<b>34</b>
5.1 VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER OG ANVENDELIGHED .....	34
5.1.1 Black-Scholes modellen.....	35
5.1.1.1 Black Scholes og anvendelighed.....	37
5.1.2 Binomialmodellen .....	41
5.1.2.1 Binomialmodellen og anvendelighed.....	45
5.2 USIKKERHED VED VÆRDIANSÆTTELSEN – ALTERNATIV MODEL?.....	47
<b>KAPITEL 6 – SAMMENFATNING.....</b>	<b>48</b>
<b>KAPITEL 7 – PERSPEKTIVERING.....</b>	<b>50</b>
<b>LITTERATURLISTE.....</b>	<b>51</b>
<b>BILAG.....</b>	<b>56</b>
BILAG 1 – KONCERNSTRUKTUR I SKM2019.30.SR .....	56

## Résumé

For family-owned companies, a change of generation will one day become a reality. The main issue of changing the ownership to the next generation is often financial, as the value of the company exceeds the liquidity of the younger generation. Furthermore, the taxes connected to the change makes up a barrier. As a solution to these taxation and financial issues, it is possible to make use of the A/B-model, which is developed and approved through Danish case law. However, the A/B-model is currently expected to change as the Danish Tax Authorities has warned a change of practice. The change of practice means that a profit possibility<sup>1</sup> will be included in the valuation of the shares. As this profit possibility is a new element, the thesis addresses the following issue;

*The purpose of this thesis is to analyze the use of the A/B-model. The thesis focusses on discussing and problematizing the inclusion of a profit possibility as introduced by the Danish tax Authorities. The thesis will analyze the notions economic legitimacy, among these the comparability with financial options. Furthermore, the thesis will discuss the legal basis for taxation of profit possibility and assess whether the valuation methods are applicable.*

---

<sup>1</sup> Gevinstmulighed.

In order to answer the above stated issue, a combination of the legal method and economic theory is used.

Using the A/B-model the share of capital is divided into A and B shares. The value of the B shares is minimized by applying most of the value of the company to the A shares through a priority dividend right. According to Danish case law it is important that the valuation of the company is done correct. Furthermore, the priority dividend right must be valued and carry interest correctly, otherwise a capital displacement between generation senior and junior will appear. By following the A/B-model, the B shares can be valued at nominal value or close by, at least until now.

With the recently introduced profit possibility, the use of the A/B-model is about to change. By analyzing the statements from the Danish Tax Authorities, it is found that the profit possibility arises due to an asymmetrical chance of profit and loss. In the future, this profit possibility will be incorporated in the valuation of the shares. It is not possible to compensate for the profit possibility through the interest, even though the interest is on market terms. This seems to be in conflict with how the risk element in the A/B-model has been handled before. The primary reason for this is found to be the fact, that the Danish Tax Authorities considers the profit possibility to be similar with a financial option, which always entails a value. Even though the asymmetry aspect represents a similarity between profit possibility and financial options, they differ in the fact that the right of purchasing the underlying asset does not exist. However, the thought of a profit possibility has some rational basis, as the transfer would be illusory if the company was not able to generate an above normal return.

The Danish Tax Authorities seem to believe that by using the A/B-model a profit possibility will always exist, which is problematic as a profit possibility requires an above normal return and an actual risk. Furthermore, the valuation of the shares should always take the specific situation into consideration according to general principles and Danish case law.

The adjudication from the Danish Tax Authorities needs to be more specific about the legal basis for the profit possibility. As transactions between related parties should be valued at market value, as well as the fact, that the Danish Tax Authorities have a broad judgement opportunity when estimating this value, the legal base could be found in Boafgiftsloven § 27. The Danish Tax authorities should be aware, that this profit possibility should be incorporated in the acquisition prices, as well as the value of the profit possibility leads to an allocation of the total value of the company. Thus, if the value of the B-shares is more than nominal value, due to profit possibility, this must, other things equal, means that the A-shares are less worth.

The main problem with introducing the value of a profit possibility into a legal context seems to be actually valuating the profit possibility, as the models purposed by the Danish Tax Authorities, Black Scholes and binomial model, are found not to be applicable in the specific situation. This is mainly due to the fact, that the companies are not listed, and the fact that no real option exist. Thus, the models must be adjusted, or new models must be developed to secure an accurate valuation.

## Kapitel 1 – Indledning

### 1.1 Problemstilling

I Danmark er en stor del af selskaberne familieejede. Præcis hvor mange afhænger af definitionen heraf,<sup>2</sup> men der er dog ikke tvivl om deres betydning for dansk økonomi.<sup>3</sup> Som følge af den familieejede struktur vil generationsskifte en dag blive en realitet, hvor ejerskabet overgår fra senior til junior, enten helt eller delvist. Selskabets ofte betydelige værdi kan dog udfordre generationsskiftet grundet det finansieringsbehov, der er nødvendigt for at lade ejerskabet overgå. Hvorvidt finansieringsbehovet opstår hos senior eller junior afhænger af, om generationsskiftet sker ved køb eller gave. Finansieringsbehovet relaterer sig, foruden selve købesummen, til de skatter og afgifter, der er forbundet med overdragelse af kapitalandele.

En mulig løsning er at anvende den gennem praksis anerkendte A/B-model, der fandt sit fodfæste i skatteretlig henseende ved SKM2003.66.LR og som indtil 2019 har været anerkendt i næsten uændret form. En nærmere analyse af det skatteretlige grundlag for modellen, værdiansættelse af selskabet og gennemførelsen af modellen findes i afhandlingens kapitel 2. I SKM2019.30.SR introducerer Skattestyrelsen<sup>4</sup> begrebet gevinstmulighed i forbindelse med et generationsskifte, og bygger videre herpå i SKM2019.371.SR i forbindelse med et generationsskifte ved brug af A/B-modellen. Der er tale om en klar praksisændring for generationsskifte ved anvendelse af A/B-modellen, som må forventes, at få betydning for A/B-modellens anvendelighed, da Skattestyrelsen indikerer en i modellen iboende gevinstmulighed. I afhandlingens kapitel 3 findes en analyse af de nævnte afgørelser og Skattestyrelsens belæg for gevinstmuligheden. Ligeledes foretages en økonomisk analyse af, hvad der kendetegner en finansiel option, hvorefter det vurderes, om gevinstmulighed er sammenlignelig hermed. Dernæst diskuteres det, hvorvidt der pr. definition foreligger en gevinstmulighed ved anvendelse af A/B-modellen.

Med Skattestyrelsens introduktion af begrebet gevinstmulighed rejses spørgsmålet, om der er hjemmel til indregning af gevinstmulighed i handelsværdien. Dette vurderes i afhandlingens kapitel 4. Antages der at være en sådan hjemmel, giver det anledning til endnu et spørgsmål, hvorledes skal denne gevinstmulighed værdiansættes? For at klarlægge dette spørgsmål foretages en økonomisk analyse af værdiansættelsesmodellerne for finansielle optioner, Black Scholes og binomialmodellen, i afhandlingens kapitel 5, hvorefter anvendeligheden af værdiansættelsesmodellerne på generationsskifte af unoterede kapitalandele vurderes.

A/B-modellens varslede ændringer medfører, alt andet lige, en højere beskatning og større finansieringsbehov end tidligere. Der foretages i afhandlingens kapitel 7 en perspektivering til, om ændringerne medfører A/B-modellens endelighed, og om modellen er for god til at være sand.

---

<sup>2</sup> I Forskningsrapporten "Familievirksomheder i Danmark" af professor Morten Bennedsen og Kasper M. Nielsen skelnes der mellem fire dimensioner, der afgør, hvorvidt der er tale om en familieejede virksomhed; familieejerskab, familiekontrol, familieinvolvering og intention om generationsskifte, Kapitel 1 (s. 6-7). Henset til afhandlingens formål, foretages der ikke en nærmere afgræsning af, hvad familievirksomheder indebærer.

<sup>3</sup> Hvilket blandt andet var årsagen til nedsættelse af bo- og gaveafgiften af erhvervsvirksomheder ved L183 - 2016-17, afsnit 1, s. 6. Gaveafgiften er dog med L 76 – 2019/20 som vedtaget ved lov nr. 1589 af 27. december 2019 hævet til 15 % igen.

<sup>4</sup> Det bemærkes, at der i afgørelser truffet af Skatterådet i vidt omfang henvises til Skattestyrelsens argumentation, idet Skattestyrelsen er sagsbehandler for Skatterådet. Der vil således primært blive henvist til Skattestyrelsen, men i det omfang, hvor Skatterådet er af en anden opfattelse, skelnes der mellem de to instanser.

## 1.2 Problemformulering

Afhandlingen har til formål at analysere den skatteretlige anvendelse af A/B-modellen ved generationsskifte. Afhandlingen vil have særligt fokus på diskussion og problematisering af indregningen af gevinstmulighed, som blev introduceret af Skattestyrelsen i SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR. Afhandlingen vil analysere og vurdere begrebets økonomiske berettigelse, herunder sammenligneligheden med finansielle optioner. Dernæst vil afhandlingen vurdere hjemlen til indregning af gevinstmulighed i handelsværdien og afslutningsvist vurdere metoderne til værdiansættelse heraf.

## 1.3 Afgrænsning

Generationsskifte af selskaber kan ske både ved arv og i levende live, hvor afhandlings fokus er på generationsskifte i levende live. Ligeledes kan generationsskifte ske inden for familien eller til en tredjemand. Henset til A/B-modellens primære anvendelsesområde samt de konkrete situationer, hvor begrebet gevinstmulighed har fundet indpas, afgrænses afhandlingen til udelukkende at omhandle generationsskifte fra generation senior (forældre) til generation junior (børn). Der er således tale om en personkreds omfattet af reglerne i Boafgiftslovens<sup>5</sup> § 22, den såkaldte boafgiftskreds. I tillæg hertil foretages der ikke nærmere analyse af hvilken personkreds, der kan anvende A/B-modellen, da den i udgangspunktet kan anvendes af alle.

A/B-modellen kræver, at selskabskapitalen kan opdeles i forskellige kapitalklasser med forskellige rettigheder. Dette er ikke muligt i virksomheder, der drives i personligt regi, hvorfor der udelukkende fokuseres på generationsskifte af unoterede virksomheder, der drives i selskabsform. I afhandlingen bruges kapitalandele/andele som en fælles betegnelse for henholdsvis aktier og anparter.

Afhandlingen afgrænser sig fra at foretage en teoretisk diskussion og vurdering af de anvendte økonomiske teorier, herunder optionsteori og værdiansættelse af optioner. I stedet anvendes de økonomiske teorier på den juridiske/skatteretlige problemstilling, hvorved den økonomiske teori bidrager til at skitsere og fremhæve eventuelle udfordringer forbundet med retsstillingen.

Det bemærkes, at afhandlingen er skrevet under COVID-19 pandemien. Som følge af nedlukningen af Danmark har der været begrænset adgang til kilder. Dette medfører tillige, at der er anvendt kilder, hvortil der findes en nyere udgave.

## 1.4 Retskilder og metode

Afhandlingen gør brug af den juridiske metode, herunder den retsdogmatisk metode såvel som den retskritiske metode. Den retsdogmatiske metode anvendes til at beskrive, fortolke og systematisere gældende ret<sup>6</sup> for A/B-modellen. I afhandlingens kapitel 2 analyseres praksis vedrørende A/B-modellen op til introduktionen af gevinstmulighed ved SKM2019.371.SR. I kapitel 3 og 4 anvendes en kombination af den retsdogmatiske og retskritiske metode, hvorefter Skattestyrelsens introduktion af gevinstmulighed problematiseres ud fra hidtidige praksis på området. Det bemærkes, at afhandlingen, i et væsentligt omfang, baserer sig på administrative afgørelser, der generelt har lavere retskildemæssig værdi end afgørelser truffet af domstolene. Det bemærkes dog, at på skatterettens område spiller den administrative praksis en væsentlig rolle, når det omhandler fastlæggelsen af gældende

---

<sup>5</sup> Lovbekendtgørelse nr. 47 af 12/01/2015, herefter BAL.

<sup>6</sup> Evald, Jens; Juridisk teori, metode og videnskab s. 13.

ret.<sup>7</sup> Domstolene er dog ikke bundet af administrative afgørelser, hverken Skatterådets eller Landskatterettens, men domstolspraksis viser, at domstolene tillægger dem betydeligt vægt.<sup>8</sup> På trods af afgørelsernes retskildemæssige værdi følger det dog af almindelige forvaltningsretlige principper, at praksisændringer med skærpene karakter skal varsles og have saglig begrundelse.<sup>9</sup> Som følge heraf afventes der på nuværende tidspunkt et styresignal om praksisændringen. Foruden administrative afgørelser anvendes der i afhandlingen danske domstolsafgørelser, lovgivning samt forarbejder og bemærkninger hertil.

Til at problematisere Skatterådets opfattelse af gældende ret, samt stille spørgsmålstegn ved introduktionen af gevinstmulighed, anvendes økonomisk teori hovedsageligt finansiell optionsteori og værdiansættelsesmetoder hertil. Med denne metode foretages en analyse af den finansielle optionsteori. Teoriernes generelle anvendelighed illustreres gennem et eksempel, hvorefter teorien vurderes i forhold til den juridiske problemstilling, hvorved den juridiske og økonomiske metode forbindes. Økonomiens indflydelse på retstilstanden defineres som retsøkonomi.<sup>10</sup>

## **Kapitel 2 – A/B-modellen – anvendelse og anerkendelse**

Med kapitel 1 blev behovet for generationsskifte skitseret, samt klarlagt at finansieringen ofte er en udfordring for generation junior. En anvendt og udbredt model til generationsskifte er A/B-modellen, hvorved selskabskapitalen opdeles i henholdsvis A- og B-andele. Typisk vil den eksisterende ejer beholde A-andelene, som er tillagt en forlods udbytteret, hvorefter B-andele, uden forlods udbytteret, overdrages til næste generation.<sup>11</sup> A/B-modellen kan beskrives, og er anerkendt, som en finansieringsmodel, hvor en væsentlig del af selskabets værdi pålægges A-andelene i form af den forlods udbytteret. Det betyder, at værdien af B-andele mindskes, og dermed også juniors finansieringsbehov. Tillige mindskes afståelsessummen for de overdragne kapitalandele, såfremt der ikke sker en nytægning. Praksis for A/B-modellen er i udvikling, og til brug for forståelse heraf er det nødvendigt at analysere de skatteretlige og juridiske såvel som de økonomiske forhold for modellen.

### **2.1 Den skatteretlige anerkendelse – SKM2003.66.LR**

A/B-modellen er én blandt en række modeller, der anvendes til generationsskifte. A/B-modellen finder ikke sin hjemme direkte i lovgivning,<sup>12</sup> men er opstået i praksis ved en kombination af skatterettens og selskabsrettens regler.<sup>13</sup> A/B-modellen blev første gang anvendt i SKM2003.66.LR;

I SKM2003.66.LR ønskede senior WM, der var direktør i selskabet C A/S, at fratræde sin stilling som direktør og opgive sit ejerskab i selskabet. I den forbindelse ønskede man et generationsskifte, hvorved junior SM skulle overtage stillingen som direktør og indtræde i ejerkredsen. Da SM havde begrænset midler, var det ikke muligt at købe aktieposten til selskabets markedsværdi. Som følge heraf blev der opstillet en model, hvor selskabskapitalen blev opdelt i henholdsvis A- og B-andele, hvor A-andelene blev tillagt en forlodsret til udbytte. Værdien af B-andelene blev herved mindsket, og SM kunne finansiere købet af kapitalandele ved selskabets løbende udlodninger til A-kapitalejerne. Ligningsrådet anerkendte modellen med tilføjelse af en forrentning af udbytteretten, som formelen for modellen ikke tog højde for. Ligningsrådet lagde her vægt på, at modellen ikke indeholdte en garanti for, at udbytte faktisk blev udloddet, hvorfor A-andelene påtog sig en risiko, som de skulle kompenseres for.

---

<sup>7</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 112-113.

<sup>8</sup> Ibid. s. 115.

<sup>9</sup> Den Juridiske Vejledning 2020-1 (herefter DJV) afsnit A.A.7.1.5.

<sup>10</sup> Werlauff, Erik m.fl.; Den juridiske metode – En introduktion s. 166.

<sup>11</sup> Olesen, Birgitte S.; Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag s. 16.

<sup>12</sup> Ibid. s. 16.

<sup>13</sup> Ibid. s. 16.

SKM2003.66.LR udgør herefter Ligningsrådets accept af, hvad der senere blev "døbt" A/B-modellen,<sup>14</sup> og udgør den første skatteretlige anerkendelse af modellen. Et væsentligt forhold ved modellen bygger på selskabsrettens muligheder for at opdele selskabskapitalen i flere kapitalklasser med forskellige rettigheder.<sup>15</sup> Dernæst er Ligningsrådets anerkendelse af modellen baseret på gængse skatteretlige principper om værdiansættelse<sup>16</sup> og realisationsbeskatning.<sup>17</sup> Det betyder, at det ved modellen er væsentligt, for at kunne anerkendes skatteretligt, at der sker en efter skatteretten korrekt værdiansættelse både af selskabet i sin helhed og af den forlods udbyttet. Dette sikrer, at B-andelene ikke indeholder en merværdi.

Siden SKM2003.66.LR har Ligningsrådet, og siden Skatterådet, taget stilling til en række sager, hvor især forrentningen af den forlods udbyttet har været i fokus.<sup>18</sup> Modellen kan variere i sin udformning, men udgangspunktet er det samme; opdeling af selskabskapitalen, fastlæggelse af forlodsret og overdragelse af "billige" B-andele, hvor senior bevarer retten til værdien opsparet på tidspunktet for overdragelse, mens junior udelukkende har mulighed for at få del i den fremtidige værdi.<sup>19</sup>

Med SKM2003.66.LR er det herefter tydeligt, at A/B-modellen er konstrueret netop for at løse den problemstilling, der blev skitseret i afhandlingens kapitel 1 omkring juniors udfordring med at finansiere generationsskiftet.

## 2.2 Værdiansættelse af selskabet

I forbindelse med et generationsskifte skal selskabet værdiansættes korrekt. En skatteretligt korrekt værdiansættelse svarer til handelsværdien, som er den værdi, to uafhængige parter ville indvillige i,<sup>20</sup> da parterne vil have modstridende interesser.<sup>21</sup> Handelsværdien er ligeledes defineret i SKM2018.41.HR, som den værdi "*der ville kunne indbringes ved salg på det åbne marked*".<sup>22</sup> Værdiansættelsen er derfor ikke, i udgangspunktet, et skatteretligt problem, når handlen sker mellem uafhængige parter. Generationsskifte sker dog ofte mellem det, der skatteretligt vil kvalificeres som interesseforbundne parter, fx far og søn, som i SKM2003.66.LR. I den situation er der ikke i udgangspunktet modstridende interesser, hvorfor der er risiko for, at værdien ikke svarer til handelsværdien. Skattestyrelsen er således særligt opmærksom på denne situation og har i flere tilfælde tilsidesat parternes egen værdiansættelse.<sup>23</sup> Hertil er det værd at bemærke, at der ikke eksisterer et marked for de kapitalandele, der generationsskiftes, da de er unoterede, hvorfor der ikke kan aflæses en kurs i markedet.<sup>24</sup>

For at afhjælpe problemet omkring værdiansættelsen har SKAT udstedt forskellige værdiansættelsesprincipper, hovedsageligt gennem cirkulærer og vejledninger.<sup>25</sup> Værdiansættelsesprincipperne er

---

<sup>14</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 99.

<sup>15</sup> Se nærmere i afsnit 2.3.2.

<sup>16</sup> Se nærmere i afsnit 2.2.

<sup>17</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 101.

<sup>18</sup> Se nærmere afsnit 2.3.3.2.

<sup>19</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 99-101.

<sup>20</sup> Olesen, Birgitte S.; Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag s. 18.

<sup>21</sup> Ibid. s. 18.

<sup>22</sup> Det bemærkes at SKM2018.41HR omhandler en sag om fraflytterbeskatning og ABL § 38 stk. 4. Formuleringen af handelsværdien må dog vurderes at være den samme.

<sup>23</sup> Olesen, Birgitte S.; Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag s. 18.

<sup>24</sup> Ibid. s. 18.

<sup>25</sup> Ibid. s. 18.

ligeledes blevet tilpasset og konkretiseret gennem praksis. Til værdiansættelse af unoterede kapitalandele og goodwill ved overdragelse mellem interesseforbundne parter anvendes der i dag primært cirkulærene TSS 2000-09<sup>26</sup> og TSS 2000-10<sup>27</sup>. Værdiansættelsen efter cirkulærene skal lægges til grund, medmindre Skattestyrelsen kan begrunde, at de ikke giver et retvisende billede af handelsværdien<sup>28</sup>, hvorfor de har stor praktisk betydning. I tillæg til de to cirkulærer har Skattestyrelsen udstedt Værdiansættelsesvejledningen,<sup>29</sup> hvortil der præsenteres mere almene værdiansættelsesmetoder,<sup>30</sup> hovedsageligt de kapitalværdibaserede, som ligeledes kan anvendes til værdiansættelse af selskabet. I det følgende foretages en kort gennemgang af værdiansættelsesmetoderne.<sup>31</sup>

### 2.2.1 TSS 2000 09/10

TSS 2000-09/10<sup>32</sup> er et hjælperedskab til værdiansættelse af selskabet. I TSS 2000-09 findes en hjælperegulering, hvor selskabet værdiansættes ved at fratrække summen af selskabets gældsposter fra summen af selskabets aktivposter. Værdien opgøres på baggrund af selskabets seneste årsrapport ud fra selskabets indre værd. Det følger af substansprincippet, at de reelle forhold på tidspunktet for værdiansættelsen skal anvendes jf. Årsregnskabsloven<sup>33</sup> § 13, stk. 1 nr. 2. Til hjælpereguleringen foretages der dog en række skattemæssige korrektioner, ud fra de regnskabsmæssige poster, herunder reguleringer for fast ejendom, som sættes til offentlig ejendomsvurdering, kapitalandele i associerede og tilknyttede selskaber, der opgøres efter samme principper som det overliggende selskab, udskudt skat og egne aktier, samt reguleringer for goodwill, der som oftest ikke indgår i selskabets regnskab.<sup>34</sup>

Regulering af goodwill foretages ved en skattemæssig værdiansættelse efter TSS 2000/10.<sup>35</sup> Værdiansættelse af goodwill sker efter en vejledende og standardiseret beregningsmodel, hvorfor det kan være nødvendigt at foretage korrektioner. Udgangspunktet for værdiansættelsen er selskabets resultat før skat for de seneste 3 år, hvorefter der foretages reguleringer for eksempelvis finansielle indtægter og udgifter samt afskrivninger på erhvervet goodwill. Det korrigerede resultat for de tre seneste regnskabsår vægtes, hvor seneste resultat vægtes højest. På baggrund af resultaterne fremkommer en eventuel udviklingstendens, der tages højde for ved beregningen af goodwill. Afslutningsvist fratrækkes en forrentning af selskabets aktiver, og der foretages en kapitalisering af det beregnede resultat med en faktor, som udgør forholdet mellem goodwillens levetid og det årlige forventede afkast.

På baggrund af cirkulærene beregnes en handelsværdi for selskabet, der som udgangspunkt kan lægges til grund ved generationsskiftet. Det er hertil væsentligt at bemærke, at både TSS 2000-09 og TSS 2000-10 bygger på historisk data. Særlige forhold vedrørende fremtiden, som eksempelvis et nyud-

---

<sup>26</sup> TSS-cirkulære nr. 2000-9 af 28. marts 2000.

<sup>27</sup> TSS-cirkulære nr. 2000-10 af 28. marts 2000.

<sup>28</sup> Bemærkninger til L183 – 2016-17 afsnit 2.2.2. Bestemmelsen herom skal sikre en mere gennemsigtig værdiansættelsesproces. Med SKM2018.41HR er det statueret, at der ikke er et egentlig retskrav på at anvende cirkulærene.

<sup>29</sup> Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning E nr. 238 (Transfer pricing cirkulæret).

<sup>30</sup> Metoder der også anvendes uden for en skatteretlig kontekst eksempelvis i M&A sammenhæng.

<sup>31</sup> Følgende afsnit baserer sig på en kort gennemgang, da detaljerne fremgår direkte af cirkulærene.

<sup>32</sup> Indeværende afsnit er baseret på TSS-cirkulære nr. 2000-9 og nr. 2000-10 af 28. marts 2000.

<sup>33</sup> Lovbekendtgørelse nr. 838 af 08/08/2019, herefter ÅRL.

<sup>34</sup> Medmindre der er tale om opkøbt goodwill. Dette skyldes principperne for indregning og måling i ÅRL § 33, som oparbejdet goodwill ikke opfylder.

<sup>35</sup> Cirkulæret anvendes dog ikke i det tilfælde, hvor der foreligger branchekutyme for værdiansættelse af goodwill mellem interesseforbundne parter, eller når der findes andre holdepunkter herfor.



viklet produkt, der forventes at generere væsentlig indtjening, kan begrunde, at hjælpereglen i cirkulærene skal fraviges.<sup>36</sup> Det forhold at der er tale om historisk data, kan forekomme problematisk, da det ikke nødvendigvis er et udtryk for selskabets fremtid.

### 2.2.2 DCF-modellen<sup>37</sup>

På trods af SKATs udstedelse af værdiansættelsescirkulærene var problemerne omkring værdiansættelse ikke løst. Udfordringerne var primært baseret på uklarheder omkring, hvornår cirkulærene skulle anvendes, samt det forhold at cirkulærene tager udgangspunkt i historiske tal og ikke tager højde for selskabets fremtidige udvikling. Cirkulærene giver ikke et retvisende billede i det tilfælde, hvor selskabet har udsving i vækst og afkast eller skaber væsentlige immaterielle aktiver i fremtiden.<sup>38</sup> For at imødegå denne udfordring er det muligt at anvende mere almene værdiansættelsesmodeller, som de kapitalværdibaserede. De giver, som udgangspunkt, et mere retvisende billede af selskabets markedsværdi, idet de i højere grad bygger på økonomiske ræsonnementer og inddrager selskabets fremtidige indtjening. Den væsentligste forskel mellem de kapitalværdibaserede og cirkulærene er, at de kapitalværdibaserede bygger på selskabets fremtidige situation.

Discounted Cash Flow (DCF)-modellen er en af de kapitalværdibaserede modeller og den mest anvendte til værdiansættelse af unoterede selskaber. Ved DCF-modellen findes den nutidige værdi af selskabet ved at tilbagediskontere selskabets fremtidige frie pengestrømme og de tilhørende kapitalomkostninger med en diskonteringsfaktor, som kompenserer for tid og risiko. DCF-modellen er ved vejledningen anerkendt som værdiansættelsesmetode og er også anvendt og godkendt i forbindelse med A/B-modellen, første gang i SKM2015.195.SR.

I forhold til værdiansættelsescirkulærene giver DCF-modellen, alt andet lige, et mere retvisende billede af selskabets reelle værdi, idet den i højere grad bygger på økonomiske ræsonnementer. Modellen må derfor antages at være mere teoretisk korrekt.<sup>39</sup> Ligeledes er der ikke i samme omfang tale om en standardiseret beregningsmetode, og DCF-modellen inddrager forskellige vækstperioder, samt fremtidige forhold, hvorfor den ikke som cirkulærene bygger på historiske tal. På trods af fordelagtigheden heri er DCF-modellen dog tillige behæftet med usikkerhed, da fremtidens forhold udelukkende er baseret på et skøn. For at imødegå dette problem kan det være fordelagtigt at foretage følsomhedsanalyser af de enkelte komponenter. Tillige kan problemet afhjælpes ved at anvende flere værdiansættelsesmetoder, sammenholde værdierne og derved kontrollere modellens resultat.

## 2.3 Gennemførelse af A/B-modellen

### 2.3.1 Indledende overvejelser

A/B-modellen gennemføres efter en forholdsvis generel køreplan. Disse steps analyseres nærmere i afsnit 2.3.2-2.3.4. Inden selve igangsættelsen af A/B-modellen bør det overvejes, om selskabet indgår i en optimal struktur.<sup>40</sup> Det er ikke kun nødvendigt at overveje, hvor stor en del af selskabet junior skal have andel i, men tillige hvordan generationsskiftet planlægges bedst muligt, hvor omstruktureringer kan spille en væsentlig rolle.<sup>41</sup> Ved omstruktureringer kan selskabsstrukturen tilpasses til netop

---

<sup>36</sup> Bemærkninger til L 183 – 2016-17 afsnit 2.2.1.

<sup>37</sup> Afsnittet er baseret på Skattestyrelsen værdiansættelsesvejledning E nr. 238 (Transfer pricing cirkulæret), primært afsnit 1-4.1.

<sup>38</sup> Skattestyrelsen værdiansættelsesvejledning E nr. 238 (Transfer pricing cirkulæret).

<sup>39</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 30, fodnote 5.

<sup>40</sup> Rasmussen, Jesper og Møller-Andersen; Generationsskifte s. 37.

<sup>41</sup> Olesen, Birgitte S.; Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag s. 179 samt Rasmussen, Jesper og Møller-Andersen; Generationsskifte s. 37.

den familie, hvori der sker generationsskifte. Der findes en række omstrukturingsmuligheder, som primært finder sin hjemmel i Fusionskatteoven,<sup>42</sup> herunder spaltning, fusion og tilførsel af aktiver. Ligeledes er der muligheden for aktieombytning, der finder sin hjemmel i Aktieavancebeskatningslovens<sup>43</sup> § 36. Fælles for mulighederne er, at de kan gennemføres skattefrit, hvorfor det ikke har skattemæssige konsekvenser at optimere generationsskiftet gennem indledende skattefrie omstruktureringer.

Særligt anvendt er muligheden for aktieombytning,<sup>44</sup> hvor det er muligt at ombytte kapitalandele i et selskab med kapitalandele i et andet, evt. nystiftet, selskab uden skattemæssige konsekvenser. Anskaffelsessummen for de kapitalandele der ombyttes til, vil være den oprindelige anskaffelsessum og beskatningen udskydes herved til et senere tidspunkt. Skattefriheden betinges af, at kapitalandelene i det oprindelige selskab ikke afstås i en periode på 3 år, det såkaldte holdingkrav. Formålet med at gennemføre en aktieombytning forinden generationsskiftet kan være mangeartet, som eksempel kan nævnes, at der ved aktieombytning skabes en moder/datterkonstruktion, hvorved der skattefrit kan udloddes udbytte til holdingselskabet. Det giver mulighed for at opspare kapital i holdingselskabet til senere udlodning ud til privatsfæren. Ligeledes kan udbytteudlodning fra driftsselskabet give mulighed for at ”slanke” driftsselskabets balance,<sup>45</sup> hvilket medfører, at værdien af selskabet, alt andet lige, bliver mindre og reducerer juniors finansieringsbehov.<sup>46</sup>

### 2.3.2 Vedtægtsændring og selskabsrettens betydning

Første step i A/B-modellen er at foretage en vedtægtsændring i selskabet. Dette step tager sit afsæt i Selskabsloven,<sup>47</sup> der giver mulighed for at opdele kapitalen i kapitalklasser med forskellige rettigheder jf. SEL § 45. Beslutningen træffes på selskabets generalforsamling efter SEL § 106, da der er tale om vedtægtsændring.

SEL står dog ikke alene, idet skatteretten ligeledes har betydning og dermed skal holdes for øje ved opdelingen. Det følger af ABL § 1, at gevinst og tab ved afståelse af aktier medregnes til den skattepligtige indkomst. Ved afståelse forstås ”salg, bytte, bortfald og andre former for afhændelse” jf. ABL § 30. Det fremgår af forarbejderne til ABL § 30, at en vedtægtsændring i visse tilfælde kan sidestilles med afståelse af kapitalandelene.<sup>48</sup> Hvorvidt vedtægtsændringen skal sidestilles med afståelse, beror på en konkret vurdering. Her har det efter forarbejderne betydning, hvorvidt vedtægtsændringen medfører, at kapitalandelene fremstår med et væsentligt andet indhold end tidligere, således der ikke længere foreligger identitet. Ydermere fremgår det af forarbejderne, at der skal henses til aktionærkredsen, og hvordan denne er sammensat. Når vedtægtsændringen medfører, at de økonomiske rettigheder blandt kapitalejerne forskydes, er formodningen, at der vil være tale om en vedtægtsændring, der er at sidestille med en afståelse i skatteretlig henseende. Modsat er formodningen, at vedtægtsændringen ikke er at sidestille med afståelse, når der udelukkende ændres i stemmerettighederne. Der er dog tale om en konkret vurdering, hvorfor der nedenfor følger en analyse af praksis på området. Det er væsentligt, at det i forbindelse med A/B-modellen sikres, at vedtægtsændringen ikke medfører afståelse, da grundlaget for A/B-modellen og fordelene herved bortfalder. Medfører

---

<sup>42</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1017 af 24/08/2015, herefter FUSL.

<sup>43</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1148 af 29/08/2016, herefter ABL.

<sup>44</sup> Olesen, Birgitte S.; Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag s. 14 og 195.

<sup>45</sup> Ibid. s. 195.

<sup>46</sup> Aktieombytning kombineres ofte med andre skattefrie omstruktureringer herunder spaltning.

<sup>47</sup> Lovbekendtgørelse nr. 763 af 23/07/2019, herefter SEL.

<sup>48</sup> Bemærkninger til L 78 - 2005/06, afsnit 2.4.

vedtægtsændringen afståelse, vil det betyde, at generation senior anses for at realisere sine kapitalandele og derved bliver skattepligtig af avancen jf. ABL § 1. Overordnet medfører vedtægtsændringer således afståelse, når der er tale om ændringer af økonomisk karakter, herved når identiteten af kapitalandelene ændres, og der samtidig sker en formueforskydning, mens ændringer af forvaltningsmæssig karakter kun medfører afståelse i særlige tilfælde.<sup>49</sup> Skatterådet har gennem praksis vurderet, hvornår ændringer i vedtægterne medfører afståelsesbeskatning. Der fokuseres på afgørelser, hvor der tages stilling til afståelsesspørgsmålet som følge af vedtægtsændring ved anvendelse af A/B-modellen.

Den ”klassiske” A/B-model blev anvendt i SKM2005.549.LR;

I SKM2005.549.LR ønskede et forældrepar, at deres søn skulle have del i driftsselskabet A gennem et påtænkt generationsskifte. Forældrene ejede i fællesskab 100 % af selskabskapitalen gennem et holdingselskab X. Generationsskiftet skulle gennemføres ved en A/B-model, hvor selskabskapitalen i selskab A blev opdelt i henholdsvis A og B-andele. A-andele ville blive tillagt en forlods udbyttet, mens B-andele skulle tåle denne. Den eneste forskel i kapitalklasserne var rettigheder til udbytte. Efter vedtægtsændringen skulle sønnen eller dennes holdingselskab nytægne B-andele i selskabet. Ligningsrådet fandt ikke, at ændringen af vedtægterne i selskab A ville medføre afståelsesbeskatning.

Af SKM2005.549.LR fremgår det, at opdeling af selskabskapitalen, hvor selskabskapitalen efterfølgende udgøres af henholdsvis A-andele tillagt forlods udbyttet samt B-andele uden forlods udbyttet, ikke medfører en ændring, der kan sidestilles med afståelse efter ABL § 30. Forholdet er begrundet i, at vedtægtsændringen sker på et tidspunkt, hvor der kun er én aktionær. Der er utvivlsomt tale om en ændring af kapitalandelens identitet, idet A-andelene ved vedtægtsændringen overgår til at være tillagt en forlodsret til udbytte, hvilket taler for, at det vil være at sidestille med afståelse jf. forarbejderne. Det taler dog imod, at der ikke sker en formueforskydning, idet en sådan pr. definition ikke kan ske, når der kun er én kapitalejer i selskabet. Dette stemmer overens med udgangspunktet i forarbejderne, hvor det for afståelse kræver både et skifte i kapitalandelens identitet samt en formueforskydning. På baggrund af afgørelsen kan det foreløbigt konkluderes, at i tilfælde hvor A/B-modellen anvendes, hvor der sker en vedtægtsændring forinden B-andele overdrages eller nytægnes, og der ved selve vedtægtsændringen kun er én kapitalejer, kan der pr. definition ikke være tale om afståelse, idet der ikke kan ske en formueforskydning.<sup>50</sup> Denne retstilling er bekræftet i flere afgørelser, se hertil SKM2015.274.SR, hvor det tillige blev understreget, at det er forholdene på tidspunktet for vedtægtsændringen, der er afgørende for, om vedtægtsændringen kan betragtes som afståelse, samt SKM2016.52.SR hvor det blev understreget, at der ikke kan ske en formueforskydning ved brug af en klassisk A/B-model, når der på tidspunktet for vedtægtsændringen kun er én kapitalejer.

På trods af den faste praksis på området kan der dog stilles spørgsmålstejn herved. I skatteretligt henseende kan flere dispositioner, i nogle tilfælde, anses som en samlet transaktionsrækkefølge.<sup>51</sup> Ved brug af A/B-modellen er der på intet tidspunkt tvivl om, at vedtægtsændringen gennemføres med henblik på at gøre det muligt for generation junior at få andel i selskabet, og at B-andele efter vedtægtsændringen skal overdrages til eller nytægnes af generation junior. Med denne samlet transaktionsankegang i mente kan der stilles spørgsmålstejn ved rigtigheden af udelukkende at bedømme forholdet på tidspunktet, hvor vedtægtsændringen foretages. SKAT har i den ovenfor nævnte SKM2015.274.SR nærmet sig denne tankegang i en konkret A/B-model;

---

<sup>49</sup> Voigt, Erik B.; SR.2019.288, afsnit 3.

<sup>50</sup> Se enig i denne betragtning Voigt, Erik B.; SR.2019.288, afsnit 3.1.

<sup>51</sup> Eksempelvis SKM2011.501.HR.

I SKM2015.274.SR påtænkte enekapitalejereren af selskab X et generationsskifte til hans børn. Børnene havde ikke mulighed for at erhverve andele i selskabet, da værdien heraf oversteg deres likviditet. Som en løsning herpå skulle generationsskiftet ske ved først gennem vedtægtsændring at etablere kapitalklasser. A-andelene blev tillagt en forlods udbytte, mens B-andele måtte tåle denne. B-andelene skulle overdrages til børnene. SKAT fandt, at vedtægtsændringen ikke var at anse som en afståelse dog under forudsætning af, at den efterfølgende overdragelse af B-andele til børnene skete til handelsværdi. Skatterådet var dog ikke enig heri, idet de ikke anså den efterfølgende overdragelse for at have betydning ved bedømmelse af, om vedtægtsændringen var at sidestille med afståelse.

SKAT synes således at forholde sig til den samlede transaktionsrækkefølge, hvortil børnene utvivlsomt skal overtage den anden kapitalklasse. Anses det som en samlet transaktionsrækkefølge, vil det betyde, at de skatteretlige konsekvenser for henholdsvis vedtægtsændringen og den efterfølgende overdragelse skal bedømmes samlet. Såfremt overdragelsen ikke sker til handelsværdi, vil det medføre, at der ved vedtægtsændringen sker en formueforskydning, hvorfor andelene må anses for afstået, og ideen med A/B-modellen vil således gå tabt, da det vil udløse realisationsbeskatning for senior. Det er dog ikke klart, om SKAT mener, at alle kapitalandele skal anses for afstået.<sup>52</sup> Betingelsen om at den efterfølgende overdragelse skal ske til handelsværdi, anerkendes dog ikke af Skatterådet. Skatterådet fastholder, at der udelukkende skal henses til forholdene på tidspunktet for vedtægtsændringen, hvorfor de skatteretlige konsekvenser for vedtægtsændring og den efterfølgende overdragelse skal bedømmes hver for sig. Er der kun én kapitlejer på dette tidspunkt, kan der pr. definition ikke ske en formueforskydning og derved ikke en afståelse.<sup>53</sup>

Det må på baggrund af ovenstående praksis konkluderes at i det tilfælde, hvor der kun er én kapitlejer forinden generationsskiftet, kan vedtægtsændringen, hvorved seniors kapitalandele tillægges en forlodsret til udbytte, ikke medføre afståelsesbeskatning uanset, at kapitalandele uden ret til forlods udbytte utvivlsomt overdrages eller tegnes af generation junior efterfølgende. Det har ligeledes ingen betydning for vedtægtsændringen, hvorvidt denne efterfølgende transaktion sker til handelsværdi, da de skatteretlige konsekvenser af dette forhold skal bedømmes selvstændigt. Sker denne transaktion ikke til handelsværdi, vil der være tale om en gave fra generation senior til generation junior.

### 2.3.3 Fastlæggelse af forlods udbyttet – værdiansættelse og forrentning

A/B-modellen lader sig gennemføre ved at kombinerer selskabsrettens regler omkring kapitalklasser med skatterettens regler om værdiansættelse og beskatning. Et andet væsentligt element i A/B-modellen er den forlods udbyttet, som A-andelene ved vedtægtsændringen tildeles. Værdien af den forlodsret til udbytte, som pålægges A-andelene, anvendes til at foretage udligning mellem selskabets handelsværdi og selskabets nominelle værdi.<sup>54</sup> Ved dette opnår B-andelene alene en begrænset værdi,<sup>55</sup> typisk nominel værdi/kurs 100.<sup>56</sup> Ved opdelingen tilfalder den opsparede værdi i selskabet generation senior, mens alene en del af den fremtidige værdi tilfalder generation junior.<sup>57</sup>

Det er herved tydeligt, at forlodsretten udgør et væsentligt element i eksekveringen samt danner grundlag for selve den finansiering, som modellen tilbyder. På baggrund heraf er det væsentligt, at værdien af den forlods udbyttet beregnes korrekt. Ved beregningen af denne værdi har værdien af

---

<sup>52</sup> Se nærmere Madsen, Liselotte; SR.2015.144.

<sup>53</sup> Er der flere kapitlejere forinden generationsskiftet, eksempelvis mor og far, medfører det dog ikke, at der pr. definition sker en formueforskydning, som er at sidestille med afståelse. Ved vedtægtsændringen er det i denne situation væsentligt, at rettighederne mellem de eksisterende kapitlejere ikke forskydes.

<sup>54</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 100.

<sup>55</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 100 se desuden bemærkninger afsnit 2.1 til L4 – 2019-20.

<sup>56</sup> Nyhedsartikel Plesner (24 juli 2019) samt Dahl Advokatfirma (11. september 2019).

<sup>57</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 100.

selskabet i sin helhed stor betydning.<sup>58</sup> Ligeledes har det betydning, hvordan og i hvilket omfang retten til forlods udbytte skal forrentes, da denne udgør en kompensation for, at udbyttet ikke udloddes straks.<sup>59</sup>

### 2.3.3.1 Værdiansættelse af den forlods udbytteret

Værdiansættelse af den forlods udbytteret har været genstand for en række afgørelser. Det er væsentligt, at retten til forlods udbytte værdiansættes korrekt, da denne mindsker værdien af B-andelene. Dette skyldes, at den forlods udbytteret udtrykker den værdi som B-andelene uretmæssige ville få andel i henset til deres nominelle andel af selskabet, såfremt der ikke betales herfor.

A/B-modellen fandt som nævnt sin anerkendelse ved SKM2003.66.LR,<sup>60</sup> hvor der også blev taget stilling til beregning af den forlods udbytteret. I den forbindelse fastlagde Told- og Skattestyrelsen en formel for, hvordan denne forlodsret skulle beregnes. Formlen ser ud som følgende;

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

Hvortil;

- A er den samlede betaling for de udtrædende aktionærs aktiepost.
- 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 forud.

Told- og Skattestyrelsen tog herved eksplicit stilling til værdiansættelsen af det forlods udbytte, hvorfor dette må antages at kunne udgøre grundlaget i efterfølgende afgørelser. Dette har imidlertid vist sig at være en forkert antagelse, da der allerede i SKM2004.416.LR blev anvendt en anden formel til værdiansættelse af det forlods udbytte;

*I SKM2004.416.LR ejede en enekapitalejer, gennem sit 100 % ejede holding selskab, et 100 % ejet driftsselskab. Enekapitalejerne påtænkte at gennemføre et generationsskifte ved at lade enekapitalejerens børns holdingselskaber tegne kapitalandele i driftsselskabet. Nytegningen var dog udfordret af børnenes likviditet. Der blev derfor forinden generationsskiftet foretaget en vedtægtsændring, hvorved der blev oprettet en særlig C-klasse, som skulle tåle en forlods udbytteret tillagt de andre kapitalklasser.<sup>61</sup> Værdien af den forlods udbytteret blev herefter beregnet som: (Indtrædende aktionærs ejerandel \* (selskabets værdi + tegningsbeløbet) – tegningsbeløbet) / indtrædende aktionærs ejerandel.*

I SKM2004.416.LR anvendte Ligningsrådet således en anden formel til værdiansættelse af det forlods udbytte. Det anføres indledningsvist i afgørelsen, at der tages udgangspunkt i en anden formel, end den i SKM2003.66.LR anvendte formel, da den ikke i den konkrete situation findes anvendelig. Der må her argumenteres for, at der i SKM2003.66.LR er tale om en meget konkret situation, hvorved der forinden nytegning/overdragelse til næste generation sker en udtrædelse af hidtidige kapitalejer, som ikke er tilfældet i SKM2004.416.LR. SKM2004.416.LR må vurderes at være mere anvendelig i relation til A/B-modellen henset til den allerede analyserede praksis, hvorfor denne formel må vurderes at være mere generelt anvendelig. Dette bekræftes også, da formelen efterfølgende er anvendt i en række afgørelser, se hertil SKM2005.549.LR hvor generationsskifte skulle ske ved en klassisk

<sup>58</sup> Se nærmere afsnit 2.2 for en analyse af selskabets værdiansættelse.

<sup>59</sup> Serup, Michael; Generationsskifte – Omstrukturering s. 101 samt nedenstående analyse af praksis.

<sup>60</sup> For en nærmere gennemgang af de faktiske forhold se afsnit 2.1.

<sup>61</sup> Der er ikke tale om en klassisk A/B-model, men derimod en sammenlignelig model. Her oprettes en C-klasse som skal tåle den forlods udbytteret, da selskabet allerede har to kapitalklasser, henholdsvis A og B. Forskellen på A og B klassen er udelukkende stemmerettigheder.

A/B-model, hvorved sønnen skulle tegne nye B-andele, SKM2010.2.SR hvorved der ligeledes skulle ske generationsskifte ved en klassisk A/B-model, da sønnerne gennem deres fælles holdingselskab skulle tegne nye B-andele samt SKM2016.52.SR hvor generationsskiftet ligeledes skete gennem A/B-modellen, men hvor der ikke blev tegnet nye B-andele. Afgørelserne understreger, at det klare udgangspunkt ved anvendelse af A/B-modellen og værdiansættelse af den forlods udbytteret er formelen, som første gang blev opstillet i SKM2004.416.LR.<sup>62</sup> Det har herefter stor betydning for formlens korrekthed, at selskabet i sin helhed er værdiansat korrekt, da selskabets samlede værdi indgår i formelen.<sup>63</sup>

### 2.3.3.2 Forrentning af den forlods udbytteret

Forrentningen af den forlods udbytteret har været genstand for en række afgørelser. Allerede i SKM2003.66.LR påpegede Ligningsrådet, at formelen ikke tog højde for den risiko, der var forbundet med, at de forlods udbytte ikke blev udloddet med det samme. Formlen tog heller ikke højde for den rente, der, alt andet lige, skulle tillægges, som betaling for at stille kapitalen til rådighed. Ligningsrådet tog dog ikke stilling til niveauet for hverken rente eller risikotillæg. Kravet til forrentning og risiko understreger endnu engang, at A/B-modellen anerkendes som en finansieringsmodel og sammenlignes med andre alternative finansieringsmetoder, der også vil tage højde for rente og risiko.

Som allerede nævnt skiftede Ligningsrådet med SKM2004.416.LR værdiansættelsesmetode med hensyn til den forlods udbytteret. Ikke desto mindre fastholdte Ligningsrådet tankegangen om forrentning og risikotillæg. I SKM2004.416.LR blev renten på 6 % godkendt, mens der ikke blev fundet grundlag for et risikotillæg i den konkrete situation. Hvad renten på de 6 % nærmere baserede sig på fremgår dog ikke af afgørelsen. Udviklingen i forrentningen af den forlods udbytteret har dog ikke været stabil. I SKM2005.549.LR fastsattes renten til 5 %. I SKM2008.697.SR fastsattes renten til 3,75 % før skat og 5 % efter skat svarende til selskabets eksterne finansieringsrente. I SKM2010.2.SR fastsattes renten til 4 % under henvisning til selskabets finansiering i øvrigt. I SKM2011.79.SR fastsattes renten til 4 % svarende til rente for en lang obligation, og der fandtes ikke grundlag for risikotillæg henset til, at den forlods udbytteret forventes udloddet over en overskuelig periode. I SKM2011.571.SR blev renten fastsat til 3 % med et allerede indbygget risikotillæg som følge af en 10 års begrænsningsperiode. I SKM2015.195.SR fastsattes renten til 6,3 % svarende til en kort rente samt SKM2019.371.SR<sup>64</sup> hvor renten fastsattes til 7,5 %.

Skattestyrelsen har i SKM2015.195.SR foretaget en nærmere konkretisering af hvilke forhold, der påvirker forrentningen. Forrentningen afhænger først og fremmest af, hvilket afkast de kapitalejere, som tillægges en forlodsret til udbytte, ville kræve, hvis der var tale om uafhængige parter. Forrentningen skal således udtrykke, hvad en uafhængig investor ville kræve for at stille kapitalen til rådighed. Det er imidlertid ikke det, der tidligere har været lagt til grund. Blandt andet i de føromtalt SKM2008.967.SR og SKM2010.2.SR, hvor renten blev fastsat til henholdsvis 5 % og 4 %, med henvisning til selskabernes respektive finansieringsrente. Praksis synes således at have bevæget sig fra en rente svarende til selskabernes finansieringsrente til en rente svarende til investors afkastkrav, som alt andet lige vil være højere.<sup>65</sup> Modellen sidestilles herved i højere grad med egenfinansiering end fremmedfinansiering. Denne højere rente udfordrer A/B-modellens anvendelighed, da chancen for,

---

<sup>62</sup> Se desuden SKM2008.967SR hvor formelen anvendes i en ikke helt klassisk A/B-model, samt SKM2011.79.SR, SKM2011.571.SR, SKM2015.195.SR, SKM2016.219.SR og SKM2018.508.LSR.

<sup>63</sup> Se nærmere om værdiansættelse af selskabet i sin helhed i afsnit 2.2.

<sup>64</sup> Se afsnit 3.1 for en gennemgang af afgørelsen.

<sup>65</sup> Christiansen, Tommy V.; A/B-modellen – forlods udbytteret.

at junior reelt får andel i den fremtidige indtjening, mindskes, når forrentningen af den forlods udbytteret stiger. Skattestyrelsen udtalte ligeledes i SKM2015.195.SR, at forrentningen desuden afhænger af den usikkerhed, der er forbundet med, om det forlods udbytte reelt udbetales. Det må her forstås som det risikotillæg, der tillægges forrentningen. Ligeledes har en række konkrete forhold indvirkning, herunder hvorvidt den kapitalklasse, som tillægges den forlods udbytteret, er værdiløs, efter det forlods udbytte er udloddet, eller om kapitalklasserne herefter er lige, hvorvidt kapitalklassen er tillagt de fulde stemmerettigheder, samt om den forlods udbytteret er begrænset over en tidsperiode.<sup>66</sup>

Ovenstående afgørelser indikerer, at renten varierer. Spændet varierer fra 3 % med indbygget risikotillæg, til 7,5 % uden et risikotillæg. I nogle afgørelser synes renten konkret at være begrundet, mens der i andre ikke foreligger begrundelser, hverken fra spørgers eller myndighedernes side. Det synes således umiddelbart svært at fastlægge en gængs forrentning, hvilket kan være problematisk henset til gennemsigtigheden og skatteydernes retstilling. Samtidig er det dog ikke muligt at fastlægge en gængs rente, da selskaberne er forskellige, og der skal henses til de konkrete forhold på tidspunktet.

Det kan heraf konkluderes, at den forlods udbytteret altid skal forrentes, men størrelsen står ikke fuldstændig klart, førend skattemyndighederne tager stilling i den konkrete sag. Ved fastsættelsen heraf må der tages hensyn til de konkrete forhold, samt afkastkravet for samme investering ved en uafhængig investor. Modsat stilles der ikke i alle tilfælde krav om, at der tillægges et risikotillæg, da dette afhænger af den konkrete risiko for, at udbyttet faktisk kan udloddes.<sup>67</sup>

#### 2.3.4 Overdragelse til junior

Det endelige step i modellen omhandler overdragelsen af kapitalandele til generation junior, enten ved køb eller gave.<sup>68</sup> Det er her væsentligt, at de kapitalandele, der overdrages/nytegnes, værdiansættes til handelsværdien. Som analyseret i afsnit 2.3.3.1 vil man, ved beregning af den forlods udbytteret efter formelen i SKM2004.416.SR, typisk kunne overdrage B-andele til en værdi svarende til nominel værdi eller tæt derpå. Skatterådet har i en række afgørelser accepteret værdiansættelse til kurs 100, blandt andet den førnævnte SKM2011.571.SR. Kurs 100 har hidtil været accepteret, henset til at merværdien af det selskab, der generationsskiftes, er tillagt A-kapitalandele gennem den forlods udbytteret. Den værdi, der overdrages til, har stor skattemæssig betydning, både når overdragelsen sker ved køb eller ved gave, idet den udgør afståelsessummen, anskaffelsessummen såvel som det eventuelle gaveafgiftsgrundlag.<sup>69</sup>

## 2.4 Økonomisk rationale for A/B-modellen – eksempel på anvendelse

Kapitel 2 har analyseret A/B-modellens anvendelse samt anerkendelse og ikke mindst, hvordan det er nødvendigt at arbejde med modellen for at opnå de finansieringsfordele, modellen giver. Fordelene illustreres dog bedst ved at opstille et eksempel ved generationsskifte henholdsvis med og uden brug

---

<sup>66</sup> Forholdene lægges konkret til grund i SKM2015.195.SR, hvorved der godkendes en forrentning på 6,3 %. Udbyttet kan være begrænset til at skulle udloddes inden for en nærmere bestemt årrække, såkaldt åremålsbegrænsnings, hvilket vil påvirke rente/risikotillægget, da der alt andet lige er større risiko forbundet med at udlodningen er begrænset til en nærmere årrække.

<sup>67</sup> Dette fremgår eksempelvis af SKM2011.79.SR.

<sup>68</sup> I nogle tilfælde vil generation senior udtræde, når den forlods udbytteret er udloddet, hvorved A-kapitalandelene annulleres.

<sup>69</sup> Det bemærkes, at der med L4 2019/20 som vedtaget ved lov nr. 1576 af 27/12 2019 er vedtaget nye regler om fordeling af anskaffelsessummen på forskellige kapitalklasser. Loven er trådt i kraft 1. januar 2020, mens de nye regler om fordeling af anskaffelsessummen har virkning for overdragelser der sker 1. oktober 2019 eller senere. Se nærmere herom i kapitel 7.

af A/B-modellen. Eksemplet illustrerer ligeledes de skatte- og afgiftsmæssige konsekvenser. Generationsskiftet foretages i eksemplet fra senior M (mor) til junior S (søn), og dermed inden for boafgiftskredsen i BAL § 22 stk. 1. Der forudsættes i eksemplet en anskaffelsessum på DKK 0 for senior M. Junior S opnår i eksemplet 90 % af selskabets nominelle værdi, svarende til nominelt DKK 45.000 kapitalandele, og den forlods udbytteret udgøres af selskabets samlede værdi fratrukket kapitalandelenes nominelle værdi. Det antages, at der er givet gaver i året, som overstiger det afgiftsfrie grundbeløb jf. BAL § 22 stk. 1, hvorfor der skal betales gaveafgift af kapitalandelenes værdi.

	<u>A/B-model</u>	<u>Uden A/B-model</u>
Formue	100.000.000 DKK	100.000.000 DKK
Forlods udbytteret	-99.950.000 DKK	0 DKK
Nominel andel til M	-5.000 DKK	-10.000.000 DKK
<b>Nettoformue til S (90 %)</b>	<b>45.000 DKK</b>	<b>90.000.000 DKK</b>
Afståelsessum (nominel)	45.000 DKK	90.000.000 DKK
Skat af afståelsessum (42 %)	18.900 DKK	37.800.000 DKK
Gaveafgift (15 %)	6.750 DKK	13.500.000 DKK
<b>Skatter og afgifter i alt</b>	<b>25.650 DKK</b>	<b>51.300.000 DKK</b>

Figur 2.1 [Kilde; Egen tilvirkning]

Som det fremgår af ovenstående tabel, vil arbejdet med A/B-modellen medføre skatter og afgifter på i alt DKK 25.650 for generation senior, når det antages, at overdragelse sker ved gave, og generation senior finansierer gaveafgiften. Var overdragelsen i stedet sket ved køb, ville skatten af afståelsessummen havde været den samme, mens der ikke havde været gaveafgift. Junior ville dog ved køb skulle finansiere de DKK 45.000. Var generationsskiftet sket uden A/B-modellen, ville skatter og afgifter i stedet have udgjort DKK 51.300.000 ved overdragelse ved gave og købesummen DKK 90.000.000 ved overdragelse ved køb. Som det fremgår, vil anvendelse af A/B-modellen medføre det, at på trods af en ejerandel på 90 % vil junior kun have DKK 45.000 af nettoformuen på tidspunktet for overdragelse. Vækster selskabet mere end forrentningen, vil junior få andel i den fremtidige værdi.

Eksemplet illustrerer således ikke blot de skatte- og afgiftsmæssige fordele, men ligeledes hvordan finansieringen for junior ved anvendelse af A/B-modellen mindskes og derved flyttes ind i selskabet. Den analyserede praksis i afsnit 2.1-2.3 viser tillige, hvordan finansieringsbehovet ofte har været årsagen til at anvende A/B-modellen. Ligningsrådet og siden Skatterådet har ikke stillet spørgsmålstegn ved, at finansieringen sker med selskabets midler, på trods af at det umiddelbart kan synes problematisk. Mens A/B-modellen på tidspunktet for generationsskifte er tilnærmelsesvis skattemæssig neutral, foretages der i stedet en tidsmæssig forskydning og opdeling af skatten. Således vil udbytte blive beskattet i takt med, at det udloddes, mens avancen af kapitalandelene tillige vil blive beskattet, når de afstås. Overordnet mistes der derved ikke et skatteprovenu udover den sparede gaveafgift, såfremt selskabet vækster mere end forrentningen. Grunden til at tillade denne tidsmæssige forskyd-



ning kan skyldes, at der fra lovgivers side foreligger et ønske om, at generationsskifte kan gennemføres uden unødigt stor likviditetsbelastning. Dette kommer blandet andet til udtryk ved den lovregulerede successionsmodel i ABL § 34, såvel som lovgiver har udtalt, i forbindelse med A/B-modellen, at man ikke ”ønsker at vanskeliggøre generationsskifter”.<sup>70</sup> I forlængelse heraf har familieejede selskaber stor betydning og indflydelse på den danske økonomi.

### Kapitel 3 – Introduktion af gevinstmulighed

Med kapitel 2 blev der foretaget en retsdogmatisk analyse af praksis for A/B-modellen og de enkelte steps, der skal arbejdes med for at opnå de finansieringsfordele, som A/B-modellen ved korrekt anvendelse kan tilbyde. Herunder blev det analyseret, at praksis for A/B-modellen har været forholdsvis klar siden modellens introduktion i SKM2003.66.LR. Med SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR blev der taget de første skridt mod en ændring af denne praksis ved Skattestyrelsens introduktion af begrebet gevinstmulighed. Indeværende kapitel har til formål at analysere, diskutere samt problematisere den varslede praksis.

#### 3.1 Gennemgang og analyse af praksis – gevinstmulighed?

Begrebet gevinstmulighed blev første gang introduceret i SKM2019.30.SR<sup>71</sup> af Skattestyrelsen;

*I SKM2019.30.SR ejede Mor A, Far A, Mor B og Far B i fælleskab selskabet A. Foruden deres direkte ejerskab ejede de tillige selskab A gennem Holdingselskaberne C og D. Holdingselskab C var ejet af Mor A og Far A samt deres børn, mens Holdingselskab D var ejet af Mor B og Far B samt deres børn. Børnenes kapitalandele i henholdsvis Holdingselskab C og D var uden stemmerettigheder. Både de indirekte og direkte stemmerettigheder i Selskab A tilhørte således forældrene. Familierne påtænkte i fællesskab at nystifte et investeringsselskab Selskab B.<sup>72</sup> Selskab B skulle stiftes med to kapitalklasser hhv. A (89,99 %) og B (10,01 %). Forskellen på kapitalklasserne var, at A-kapitalandele var tillagt 1 stemme pr. andel, mens B-kapitalandele var tillagt 10 stemmer pr. andel. A-kapitalandelene skulle tegnes af børnene fra begge familier til kurs 100, mens selskab A skulle tegne B-andele til kurs 200. Overkursen på B-andele var begrundet i den stemmepreferance, som kapitalandelene var tillagt. Efter stiftelsen af Selskab B var det påtænkt at foretage kapitalforhøjelse i selskabet. Kapitalforhøjelsen skulle alene ske fra Selskab A, som ved kapitalforhøjelse skulle tegne en nyoprettet C-kapitalklasse. Tegningen skulle ske til kurs 2.500. C-anparterne var tillagt en forlodsret til udbytte, som skulle forrentes med 6 %. Den forlods udbytteret var fastsat til 19.200.000, som var svarende til den investerede kapital. Når den forlods udbytteret inklusiv forrentningen i sin helhed var blevet udloddet, ville C-andeles særlige rettigheder forsvinde, og Selskab B ville tilbagekøbe og annullere de pågældende kapitalandele. Skattestyrelsen bemærkede, at kapitalandele skulle fastsættes og tegnes til handelsværdien, da det ellers kunne medføre en formueforskydning mellem kapital-ejerne i selskab B. Skattestyrelsen fandt herefter, at A- og B-kapitalejere erhvervede en fordel i form af en gevinstmulighed ved nyttegningen af C-andele. Denne gevinstmulighed opstod på baggrund af A- og B-kapitalejernes mulighed for potentiel stor gevinst på trods af en relativ beskedent investering. Denne asymmetri kunne sidestilles med en finansiel option. Ligeledes fandt Skattestyrelsen, at der ikke var givet kompensation for denne gevinstmulighed ved kapitalforhøjelsen, hvorfor der var sket en formueforskydning. Denne formueforskydning medførte herefter, at gevinstmuligheden skulle anses for maskeret udlodning til Selskabs A direkte og indirekte aktionærer ligeledes skulle alle kapitalandele i Selskab B anses for afstået. Ydermere skulle den del, der blev anset for maskeret udlodning til forældrene, betragtes som en gave til børnene, idet Skattestyrelsen anså dem for videreoverført. Skatterådet bemærkede afslutningsvist at henset til, at situationen ikke var sammenlignelig med de klassiske A/B-modeller, var der ikke tale om en praksisændring, hvorfor der kunne ske beskatning.<sup>73</sup>*

<sup>70</sup>Bemærkninger til L4 – 2019-20 afsnit 2.1.2, s. 7.

<sup>71</sup> Det bemærkes, at SKM2019.30.SR ikke omhandler den klassiske A/B-model. Afgørelsen er medtaget, da den vurderes at have betydning for fortolkning af begrebet gevinstmulighed i skattemæssig henseende, også på området for A/B-modeller.

<sup>72</sup> Se bilag 1 for koncernstruktur.

<sup>73</sup> Det bemærkes, at SKM2019.30.SR er anket til Landsskatteretten, der dog endnu ikke har truffet afgørelse i sagen.

Rationalet i SKM2019.30.SR forekommer umiddelbart nyskabende, da der ikke i tidligere praksis har indgået denne form for økonomiske tankegang. Afgørelsen har da også opnået opmærksomhed fra praktikere<sup>74</sup> såvel som teoretikere.<sup>75</sup> Jane Bolander beskriver afgørelsen som ”*overraskende og nydannende*”,<sup>76</sup> mens Anders N. Laursen beskriver afgørelsen som ”*bemærkelsesværdig*”.<sup>77</sup>

Skattestyrelsen konkretiserer ikke, hvad der forstås ved begrebet gevinstmulighed, hvilket gør det relevant af foretage en nærmere analyse af begrebets indhold. Det skal hertil bemærkes, at Skattestyrelsen under sagsforløbet ændrer betegnelsen fra option til gevinstmulighed,<sup>78</sup> mens fremstillingen ikke ændres.<sup>79</sup> Indledningsvist gør Skattestyrelsen gældende, at der ved tegning af C-andelene etableres en struktur, hvor denne kapitalklasse tillægges størstedelen af selskabets værdi gennem en forlodsret til udbytte. Skattestyrelsen finder herefter, at netop dette forhold medfører en ”*asymmetrisk mulighed for gevinst og tab for hver af de tre anpartsclasser*”.<sup>80</sup> Denne asymmetri skyldes, at A- og B-kapitalejerne foretager en forholdsvist lav investering med deres tegning af kapitalandele til hhv. kurs 100 og til kurs 200, men har mulighed for en stor gevinst, såfremt selskabet viser sig at vækste mere end forventet. Modsat finder Skattestyrelsen, at C-kapitalejerne bærer størstedelen af tabet, såfremt selskabet ikke viser sig at kunne indfri den forventede forlods udbyttet, samtidig med at de ikke får del i afkastet, såfremt selskabet viser sig at blive mere værd. Skattestyrelsen påpeger flere gange, at C-kapitalejerne har frasagt sig en eventuel gevinstmulighed. Det understreges ikke nærmere, hvad Skattestyrelsen mener hermed. En mulig fortolkning heraf er at hense til det faktum, at C-andelene efter fuld udlodning tilbagekøbes og annulleres, og derfor ikke har mulighed for at få del i den værdi, der skabes, såfremt selskabet vækster mere end forrentningen af den forlods udbyttet. Som følge af at der ikke er kompenseret for denne asymmetri, finder Skattestyrelsen, at der sker en formueforskydning fra C-andelene til både A- og B-andelene. Samlet set må det vurderes, at gevinstmulighed opstår, når en kapitalklasse har mulighed for at opnå en stor gevinst med en lille risiko, mens den anden kapitalklasse påtager sig størstedelen af risikoen. Der eksisterer derved en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab mellem kapitalklasserne. Som følge heraf er begrebet gevinstmulighed toledet.

Skattestyrelsen anfører en række argumenter for at lade værdien af gevinstmulighed indgå i opgørelsen over handelsværdien, som nedenfor problematiseres og diskuteres.

Som fundet ovenfor udgøres gevinstmuligheden af den asymmetriske risiko for gevinst og tab mellem kapitalklasserne, som grundet manglende kompensation medfører en formueforskydning. Tankegangen om gevinstmulighed og manglende kompensation må dog udfordres. C-andelene tillægges en forlodsret til udbytte, som forrentes med 6 % årligt. Denne forrentning har hidtil, i hvert fald i henhold til praksis for A/B-modeller,<sup>81</sup> sikret, at der netop ikke sker en formueforskydning i lignende konstruktioner. Rådgiver synes også at være af den opfattelse, at forlodsretten til udbytte samt forrentning

---

<sup>74</sup> Afgørelsen er blandt andet kommenteret af Jacob Bundgaard i TAXO.2019.1, mens ”efterfølgeren” SKM.2019.371SR er kommenteret af Michael Serup i SR2019.295. Se nærmere herom nedenfor.

<sup>75</sup> Afgørelsen er blandt andet kommenteret af professor Jane Bolander i SR2019.149 og professor Anders N. Laursen i RR.SM.2019.4.

<sup>76</sup> Bolander, Jane; SR2019.149 i afsnittet ”Overkurs i sagen”.

<sup>77</sup> Laursen, Anders N.; RR.SM.2019.4 afsnit 3.1, ”Beskatning af en gevinstmulighed”. Jacob Bundgaard skriver desuden i TAXO.2019.1 ”Når denne afgørelse har påkaldt sig bredere interesse, er det, fordi den berører nogle generelle principper og rykker ved den hidtidige retstilling” i afsnittet ”Tilløbet”.

<sup>78</sup> SKM2019.30SR s. 9, venstre spalte.

<sup>79</sup> Se enig heri, Bundgaard, Jacob TAXO.2019.1 i afsnittet ”Tilløbet”, der kalder det for en ”søg/erstat øvelse”.

<sup>80</sup> SKM2019.30.SR s. 9, højre spalte.

<sup>81</sup> Se hertil afsnit 2.3.3.2.

netop skal sikre, at der ikke sker en formueforskydning på trods af, at der indbetales en betydelig overkurs.<sup>82</sup> Der kan således argumenteres for, at overkursen tilbagebetales gennem forlodsretten til udbytte. Forlodsretten forrentes tillige med en rente svarende til markedsrenten, hvilket må anses for at udgøre en kompensation for at stille kapitalen til rådighed i overensstemmelse med praksis for A/B-modeller jf. kapitel 2. Der kan hermed argumenteres for, at den yderligere værdi, som tilføres ved overkursen, ikke på noget tidspunkt er overgået til hverken A- eller B-andelene.<sup>83</sup> Med denne argumentation er det således svært at følge, at Skattestyrelsen finder, at der ikke er kompenseret for en eventuel gevinstmulighed. Skattestyrelsens argumentation synes endnu sværere at følge, da de til dels synes at anerkende, at tegningen sker på markedsvilkår, idet de anfører;

*”Det vil sige, at den reelle værdi af forlodsudbytteretten vil være under den indskudte kapital (C-anparterne), allerede ved aftalens indgåelse, for man netop har frasagt sig en eventuel gevinstmulighed, mens man hæfter for størstedelen af et tab med den store indskudte kapital, også selvom man antager, at der er valgt en **markedskonform forrentning eller afkast** på forlodsudbytteretten, der **matcher risikoen** for det underliggende aktiv”.*<sup>84</sup> [Egen fremhævning]

Samt;

*”En **uafhængig investor** vil kræve en kompensation for at blive stillet dårligere end hvis man blot havde investeret direkte i anpartskapitalen på lige vilkår, og således også have mulighed for et **ekstra provenu** i tilfælde af aktivet ville blive mere rentabelt end forventet”.*<sup>85</sup> [Egen fremhævning]

Det synes vanskeligt at forene ovenstående udtalelser.<sup>86</sup> Når forrentningen er markedskonform, og matcher risikoen for det underliggende aktiv, kan der argumenteres for, at der er taget højde for den asymmetriske risiko for gevinst og tab. Tages hensyn til de underliggende risici ved fastsættelse af forrentningen, må det alt andet lige afspejle en rente, som tager højde for, at det både kan vise sig at gå dårligere og bedre for selskabet.<sup>87</sup> Forrentningen må netop udtrykke, hvad der ved fastsættelsen udgør det bedste bud på en kompensation for den risiko, der løbes ved at stille kapitalen til rådighed.<sup>88</sup> Det skal hertil bemærkes, at Skattestyrelsen selv har udtrykt, i blandt andet SKM2015.195SR, at renten fastsættes under hensyntagen til den risiko, der er forbundet med at udbyttet ikke udloddes.<sup>89</sup> Det blev i afsnit 2.3.3.2 fundet, at der ikke nødvendigvis skal indgå et risikotillæg, da dette vil afhænge af den konkrete situation. Ud fra den foreliggende praksis på området for A/B-modeller udtrykkes det således, at der kan kompenseres for en lignende risiko ved at lade et risikotillæg indgå. Som anført i afsnit 2.2 er det vanskeligt at finde handelsværdien mellem interesseforbundne parter, da handelsværdien afspejler, hvad uafhængige parter ville aftale. Hvis forrentningen er markedskonform, og den afspejler den risiko, der er forbundet med investeringen, må den antages at være indgået på samme vilkår som mellem uafhængige parter. Det skatteretlige princip om handelsværdi er til for at sikre, at interesseforbundne handler på markedsvilkår. Det må dog have formodningen imod sig, at interesseforbundne parter skal stilles dårligere end uafhængige parter. Det klare udgangspunkt må

---

<sup>82</sup> SKM2019.30.SR s. 2, højre spalte.

<sup>83</sup> Bolander, Jane; SR2019.149 i afsnittet ”Overkurs i sagen”.

<sup>84</sup> SKM2019.30.SR s. 10, venstre spalte.

<sup>85</sup> SKM2019.30.SR s. 10, venstre spalte.

<sup>86</sup> Se hertil Laursen, Anders N.; RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.1, ”Beskatning af en gevinstmulighed”.

<sup>87</sup> Ibid.

<sup>88</sup> Ibid.

<sup>89</sup> Se nærmere herom i afsnit 2.3.3.2 hvor afgørelsen er yderligere uddybet.

dermed være, at de skal stilles ligeligt. Skattestyrelsens udtalelser må således vurderes at indikere, at de er af den opfattelse, at konstruktionen ikke ville være opstået mellem uafhængige parter.<sup>90</sup>

Med ovenstående synes Skattestyrelsens tillige at indikere, at uanset hvordan forrentningen fastsættes, og at denne i øvrigt er udtryk for markedsvilkår, vil der derudover skulle foreligge en kompensation for gevinstmuligheden. Idet det ikke har betydning, at forrentningen er sket på markedsmæssige vilkår, synes det at indikere, at kompensationen ikke kan ske gennem forrentningen, men må ske på anden vis, uanset rentens niveau i øvrigt. Anders N. Laursen anlægger tillige den konklusion, at kompensationen for gevinstmulighed ”*altid skal ske i form af en umiddelbar betaling*”.<sup>91</sup> Som nævnt fastholdes sagsfremstillingen på trods af, at begrebet ændres fra option til gevinstmulighed. En option vil pr. definition have en værdi, som følge af den risiko der påtages, hvilket kan begrunde Skattestyrelsens fastholdelse af yderligere kompensation på trods af markedsmæssige forrentningsvilkår.<sup>92</sup> Dermed må det vurderes, at Skattestyrelsen ikke finder, at renten kan tage højde for gevinstmulighed i interesseforbundne miljøer.

På trods heraf forekommer det vanskeligt at forestille sig, at en uafhængig investor ville kræve en yderligere kompensation, hvis der eksempelvis var tale om en långivningssituation. Rådgiver anfører selv;

*”Den påtænkte struktur minder om en långivningssituation, hvor en långiver tilfører selskabet fremmedkapital, og som vederlag modtager hovedstolen og en markedskonform forrentning som vederlag”*<sup>93</sup> [Egen fremhævning]

Den konstruktion, der opstilles i SKM2019.30.SR, minder i høj grad om finansiering fra en ekstern långiver, såkaldt fremmedfinansiering. Jacob Bundgaard anfører tillige dette argument og mener, at konstruktionen langt hen ad vejen afspejler og skal sidestilles med almindelig lånefinansiering.<sup>94</sup> Ekstern lånefinansiering kan eksempelvis ske via banklån. Såfremt selskab B i stedet havde optaget et banklån, der var forrentet med 6 %, indtil lånet var tilbagebetalt, er det vanskeligt at forestille sig, at banken ville kræve en yderligere kompensation, såfremt selskabet blev mere værd, end der var lagt til grund ved fastsættelse af renten.<sup>95</sup> Denne tankegang får således umiddelbart uheldige konsekvenser for selskaber, der er kontrolleret af interesseforbundne parter, idet deres muligheder for at foretage hybrid finansiering mindskes, når de pålægges at skulle foretage yderligere kompensation foruden markedskonform forrentning.<sup>96</sup>

Ovenstående analyse viser, at der er visse problematikker forbundet med Skattestyrelsens modstridende argumentation, da der på den ene side anerkendes en markedskonform forrentning, og derved tredjemandsvilkår, og på den anden side en manglende iagttagelse af kompensation for gevinstmuligheden. Skattestyrelsen argumentation om manglende kompensation må herefter vurderes at være

---

<sup>90</sup> Laursen, Anders N.; RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.1, ”Beskatning af en gevinstmulighed”. Det skal dog bemærkes, at A/B-modellen som oftest anvendes mellem interesseforbundne parter, men dog også ses anvendt ved ledende medarbejderes indtræden i selskabet, der i udgangspunktet ikke kan defineres interesseforbundne.

<sup>91</sup> Laursen, Anders N.; RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.1, ”Beskatning af en gevinstmulighed”.

<sup>92</sup> Se nærmere herom i afsnit 3.2 og 3.3.

<sup>93</sup> SKM2019.30.SR s. 4, venstre spalte.

<sup>94</sup> Bundgaard, Jacob; TAXO.2019.1 i afsnittet ”Tilløbet”.

<sup>95</sup> Ibid. i afsnittet ”Nye usikkerheder”, der også synes at stille spørgsmålstegn herved.

<sup>96</sup> Ibid. i afsnittet ”Tilløbet”.

funderet i et økonomiske ræsonnement om finansielle optioner. Det bemærkes hertil, at SKM2019.30SR tillige synes svær at forene med praksis for overkurs.<sup>97</sup>

Skatterådet bemærkede, som nævnt, at situationen i SKM2019.30.SR ikke var sammenlignelig med de klassiske A/B-modeller, mens Skattestyrelsen synes at opfatte situationerne som sammenlignelige, men at der på trods heraf ikke var noget til hinder for at inddrage gevinstmulighed i skønnet over handelsværdien. Ikke desto mindre gjorde introduktionen af begrebet gevinstmulighed det svært ikke at anlægge en lignende betragtning i de klassiske A/B-modeller. Anders N. Laursen bemærker da også i RR.SM.2019.4, at ”Tilbage står, at det er endog særdeles vanskeligt at se, at der i forbindelse med en A/B-model ikke overdrages en gevinstmulighed fra senior til junior (...)”.<sup>98</sup> Denne forventning blev bekræftet i SKM2019.371.SR, hvor Skattestyrelsen for første gang introducerede anvendelsen af begrebet gevinstmulighed i en klassisk A/B-model;

*I SKM2019.371.SR ejede eneakapitalejeren A 100 % af selskabet Holding ApS. A påtænkte at foretage generationsskifte af Holding ApS ved at overdrage en del af selskabskapitalen i Holding ApS til sine to børn eller deres personlige holdingselskaber. Overdragelsen skulle ske ved gave. Forinden gaveoverdragelse ville der i Holding ApS blive foretaget en vedtægtsændring, hvorved den eksisterende selskabskapital skulle opdeles i 10,08 % A-andele og 89,92 % B-andele. Forskellen på A- og B-andele var, at A-andele var tillagt samtlige stemmer i Holding ApS samt en forlodsret til udbytte opgjort efter Ligningsrådets formel i SKM2004.416LR, som skulle forrentes med 7,5 % årligt. På baggrund heraf ville B-andelene blive overdraget til kurs 100. Skattestyrelsen bemærkede, at der ved skønnet over handelsværdien af kapitalandelene skal indgå den gevinstmulighed, der opstår som følge af, at B-andelene, på trods af en relativ lav investering, har mulighed for at opnå en stor gevinst, hvorfor der sker en formueforskydning mellem A- og B-anpartshavere, når der ikke kompenseres herfor. Gevinstmuligheden skulle indregnes i handelsværdien ved hjælp af optionsteori. Skatterådet bekræftede herefter de af Skattestyrelsen fremsatte argumenter, men henset til at der var tale om en praksisændring, skulle værdien af gevinstmulighed ikke indgå i den pågældende sag. Skatterådet anførte herefter, at værdien af gevinstmulighed skal indgå i værdiansættelsen 6 måneder efter, at der er fremsat styresignal herom.<sup>99</sup>*

Også SKM2019.371.SR har påkaldt sig opmærksomhed.<sup>100</sup> Med Skattestyrelsens anvendelse af begrebet gevinstmulighed var det dog forventeligt, at tankegangen ligeledes ville finde indpas i de klassiske A/B-modeller. Årsagen til denne forventning skal findes i den klassiske A/B-modells kendetegn jf. kapitel 2, og den argumentation Skattestyrelsen anvender for begrebet gevinstmulighed i SKM2019.30.SR, på trods af at der ikke i A/B-modeller tegnes med overkurs. Med analysen af begrebet gevinstmulighed ovenfor blev det fundet, at gevinstmuligheden udgøres af den asymmetriske risiko for tab og gevinst mellem kapitalklasserne, som skaber en formueforskydning, når der ikke kompenseres herfor ved indregning i handelsværdien for kapitalandelene. Sammenholdes denne analyse med det faktum, at A/B-modeller pålægger den ene kapitalklasse størstedelen af selskabets værdi, og dermed påtager sig risikoen for et stort tab, opstår der netop denne asymmetri mellem kapitalklasserne, som synes at kendetegne gevinstmulighed.

---

<sup>97</sup> Dette bemærkes blandt andet af Anders Nørsgaard Laursen i RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.2 ” De skattemæssige konsekvenser af den manglende kompensation af gevinstmuligheden” samt Jane Bolander i SR.2019.149 i afsnittet ”skærpe af praksis”. Afhandlingen kommenterer dog ikke yderligere herpå, idet problematikken omkring overkurs ikke har betydning for området for A/B-modellerne. Problematikken omkring gevinstmulighed i SKM2019.30.SR er dog relevant, hvorfor der er foretaget en nærmere analyse og gennemgang heraf.

<sup>98</sup> Laursen, Anders Nørsgaard; RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.3, ”Afgørelsens betydning for A/B-modellerne”.

<sup>99</sup> Styresignalet er endnu ikke kommet eller sendt til høring. Det står oplyst i D.J.V., at styresignalet er på vej, afsnit C.B.2.1.4.8 (Oversigt over domme).

<sup>100</sup> Afgørelsen er blandt andet kommenteret af Michael Seerup i SR.2019.295, Jacob Bundgaard i TAXO2019.01 samt i en række nyhedsbreve/nyhedsartikler fra større advokathuse, herunder TVC (19. juli 2019), Bech-Bruun (31. juli 2019), Plesner (24 juli 2019), Gorrissen Federspiel (18. oktober 2019), Bachmann/Partners (18. september 2019) og Dahl Advokatfirma (11. september 2019).

Sagsforløbet og de konkrete omstændigheder i SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR adskiller sig dog på flere punkter. I SKM2019.30.SR foretages en kapitaludvidelse, som tegnes til overkurs af generation senior. Netop denne overkurs synes Skattestyrelsen at lægge vægt på, da den medfører en gevinstmulighed og derefter formueforskydning, idet der ikke er sket kompensation herfor. A/B-modellen kan anvendes med kapitaludvidelse ved nytegning af B-andele, som tegnes af generation junior direkte eller ved overdragelse af eksisterende B-andele fra senior til junior, som i SKM2019.371.SR. I begge tilfælde har B-andelene kunne tegnes henholdsvis overdrages til kurs 100, eller tæt derpå, efter gældende praksis jf. afsnit 2.3. Skattestyrelsen fastholder dog tankegangen om gevinstmulighed i SKM2019.371.SR, idet der opstår en asymmetrisk risiko for gevinst og tab, når A-kapitalandele pålægges størstedelen af selskabets værdi ved den forlodsret til udbytte og derved bærer risikoen, hvis forlodsretten ikke indfries. Ligeledes fastholder Skattestyrelsen tankegangen om sammenligneligheden med finansielle optioner, idet de udtaler;

*”Denne asymmetri hvor B-anparterne ved en lav investering kan få en stor gevinst eller miste den beskedne investering, efterligner det man kender fra **finansielle optioner**, og medfører en formueforskydning fra A-anparterne til B-anparterne”.*<sup>101</sup> [Egen fremhævning]

Denne formueforskydning synes her umiddelbart sværere at følge end i SKM2019.30.SR, idet der på tidspunktet, hvor A-andelens tillægges end forlods udbyttet, kun er én kapitalejer. Henset til analysen i afsnit 2.3.2 følger det af fast praksis, at der pr. definition ikke kan ske en formueforskydning som følge af en vedtægtsændring, når der på tidspunktet for vedtægtsændringen kun er én kapitalejer i selskabet.<sup>102</sup> Skattestyrelsen kommenterer ikke nærmere denne formueforskydning, men henset til praksis for vedtægtsændringer, sammenholdt med analysen af gevinstmulighed ovenfor, må det vurderes, at formueforskydningen ikke sker ved selve vedtægtsændringen, men derimod ved den efterfølgende overdragelse, når gevinstmuligheden ikke er indregnet i handelsværdien. Dette sker som følge af den asymmetriske risiko for gevinst og tab mellem kapitalklasserne.

Et forhold i SKM2019.30.SR som Skattestyrelsen synes at tillægge en betydelig vægt, var det forhold, at man som C-kapitalejer havde frasagt en eventuel gevinstmulighed, hvorfor værdien af den forlods udbyttet var under kapitalen allerede på tidspunktet for kapitaludvidelsen. Der blev ovenfor argumenteret for, at Skattestyrelsen her måtte hense til, at den pågældende kapitalklasse efterfølgende blev annulleret. Et sådan forhold foreligger ikke i SKM2019.371.SR, hvor A-andelene efter udlodning af den forlodsret til udbytte forsat vil have ret til udbytte på lige fod med B-andelene, dog fordelt efter ejerandel. Ydermere kommenteres der ikke på det forhold, at A-andelene er tillagt en stemmepreference på trods af, at Skattestyrelsen selv anfører, at der ved skønnet over handelsværdien skal tages hensyn til de rettigheder, den enkelte kapitalandel er tillagt.<sup>103</sup> Overordnet synes Skattestyrelsen, uden nærmere begrundelser at finde, at der foreligger en gevinstmulighed ved at fastholde tankegangen fra SKM2019.30.SR. Dette understreges tillige af følgende udtalelse;

*”Skattestyrelsen finder i den konkrete sag i forbindelse med skønnet over fastsættelsen af handelsværdien for de enkelte anpartsclasser af den opfattelse, at den i sagen valgte model medfører, at **A- og B-anparterne** med et indskud erhverver en fordel i form af en gevinstmulighed, der giver adgang til en potentiel stor gevinst ved en relativ lav investering, jf. senere afsnit om ”**Værdiansættelse af***

<sup>101</sup> SKM2019.30.SR s. 9-10.

<sup>102</sup> Denne opfattelse er senest kommenteret i bemærkningerne til L4 – 2019-20 afsnit 2.1.1.

<sup>103</sup> Se nærmere om skønnet over handelsværdien i afsnit 4.1.

*nytegning/kapitalforhøjelsen”. Det fremgår ikke af det oplyste, at der er sket kompensation for værdien af gevinstmuligheden ved kapitalforhøjelsen med C-aktier”.*<sup>104</sup> [Egen fremhævning]

Denne udtalelse forekommer bemærkelsesværdig, da der i den konkrete sag ikke eksisterer et afsnit omkring nytegning/kapitalforhøjelse, idet der ikke foretages en kapitalforhøjelse. Ydermere eksisterer der ikke på noget tidspunkt en C-aktieklasser. Kommentaren er dermed taget direkte fra SKM2019.30.SR<sup>105</sup>, hvilket må anses for problematisk, da det kan indikere, at Skattestyrelsen ikke har taget stilling til den konkrete situation. Modsat var det dog, som nævnt, forventeligt at gevinstmulighed ville blive introduceret i A/B-modellerne.

På baggrund af ovenstående argumentation og problematisering er der en række forhold, der udfordrer, at der kan foreligge en gevinstmulighed/en yderligere rettighed, som skal indgå i skønnet, når der allerede foretages kompensation på markedsmæssige vilkår. Der er dog også argumenter, der bekræfter Skatterådets tankegang. Som allerede anført sker generationsskifte ofte grundet et økonomisk ønske om at lade næste generation få andel i selskabets værdi. I det tilfælde hvor den forlods udbytteret skal forrentes med en rente, der er højere end selskabets vækst, vil der ikke være et egentligt økonomisk rationale i at overdrage til generation junior, da hele selskabets værdi vil blive opslugt af den forlods udbytteret inkl. forrentning.<sup>106</sup> I langt de fleste tilfælde må der således argumenteres for, at der ligger en forventning, og som minimum en forhåbning om, at selskabets fremtidige vækst overstiger forrentningen af den forlods udbytteret, hvorved der kan argumenteres for, at der på tidspunktet overdrages en gevinstmulighed.<sup>107</sup> Det skal dog hertil bemærkes, at værdiansættelsen af selskabet samt den forlods udbytteret og forrentningen heraf sker under hensynstagen til det afkast, selskabet må vurderes at kunne genere. Det kræver således, at selskabet genererer et overnormalt afkast, førend generation junior reelt har en gevinstmulighed.

Modsat SKM2019.30.SR godkender Skattestyrelsen forrentningen i SKM2019.371.SR, som sættes til 7,5 % henset til de konkrete forhold og selskabets risiko. Henset til at renten godkendes, må der argumenteres for, at Skattestyrelsen vurderer, at forrentningen svarer til markedsrenten, og således hvad en ekstern investor ville kræve for at stille kapitalen til rådighed. Ydermere må det heraf kunne udledes, at Skattestyrelsen synes at holde fast i tankegangen om, at kompensationen for denne gevinstmulighed ikke kan ske gennem forrentning, men skal ske ved en yderligere vederlæggelse. Der kan stilles spørgsmål ved, om det ikke alligevel burde have været forrentningen, der som kompensation for kapitalbindingen burde have været diskuteret i den pågældende afgørelse. Der henses her til, at A/B-modellen netop er anerkendt og accepteret som en finansieringsmodel, og det derfor må være rente og risikotillæg der reguleres for, som med anden finansiering.<sup>108</sup> Det skal dog bemærkes, at såfremt junior i stedet havde optaget et lån, ville junior bære risikoen for tabet, på trods af rente og risikotillæg. Derved adskiller finansiering gennem A/B-modellen sig fra ”almindelige” finansiering.

---

<sup>104</sup> SKM2019.371.SR s. 4, venstre spalte.

<sup>105</sup> SKM2019.30.SR s. 9, højre spalte.

<sup>106</sup> Anders N. Laursen stiller i RR.SM.2019.4 i afsnittet 3.3 ”Afgørelsens betydning for A/B-modellerne” spørgsmål ved hvorfor der ellers skulle ske et generationsskifte, såfremt der ikke var en mulighed for gevinst på sigt.

<sup>107</sup> Michael Seerup synes i SR.2019.295 i afsnit 4, ”Kritik af Skatterådets afgørelse” også at anerkende, at der er mulighed for, at værdien vil overstige forrentningen, men at situationen ikke er anerkendtes end enhver anden investering i aktier. Der kommenteres nærmere herpå i afsnit 3.3.

<sup>108</sup> Det bemærkes endnu engang, at dette forhold understreges af analysen i 2.3.3.2 og særligt af SKM2015.195.SR, hvortil det er understreget, at rente og risikotillæg skal tage højde for den faktor, at udbyttet ikke udloddes.

Med SKM2019.371.SR synes Skattestyrelsen således at gentage det ræsonnement/synspunkt, de lagde til grund i SKM2019.30.SR. Modsat SKM2019.30.SR finder Skatterådet dog, at der i SKM2019.371SR er tale om en klassisk A/B-model, hvor der ikke tidligere har været praksis for at indregne en gevinstmulighed i handelsværdien. Af samme årsag godkendes den konkrete situation, men i og med at der er tale om en praksisændring, kan indregning af gevinstmulighed først kan ske 6 måneder efter, at Skattestyrelsen har udsendt styresignal herom.<sup>109</sup> Dette skyldes, at der er tale om en skærpende praksisændring, som dermed skal varsles.

Begrebet gevinstmulighed er endnu ikke behandlet i en højere instans end Skatterådet. Med SKM2019.30.SR efterfulgt af SKM2019.371.SR står det dog klart, at skattemyndighederne fremadrettet har i sinde at indregne en gevinstmulighed i handelsværdien, når der sker generationsskifte gennem den klassiske A/B-model. Afgørelserne efterlader dog en række spørgsmål, da hverken Skattestyrelsen eller Skatterådet kommenterer uddybende på, om gevinstmuligheden kan indregnes i handelsværdien, og i så fald hvordan den helt konkret skal værdiansættes.<sup>110</sup> Ydermere kommenteres der ikke på om indregningen af gevinstmulighed, vil påvirke renteniveauet og/eller risikotillægget. Henset til at risikotillægget efter praksis har kompenseret for den risiko, som generation senior påtager sig, må det umiddelbart vurderes at få betydning herfor. Det ville være ønskværdigt, såfremt sådanne forhold var blevet behandlet, henset til afgørelserne nyskabende og overraskende karakter. Det må dog forventes behandlet i det kommende styresignal.

Som fundet må det vurderes, at den væsentligste årsag til at Skattestyrelsen anerkender renten som markedskonform, og samtidig påfører en yderligere kompensation, skyldes sammenligningen med finansielle optioner. I ingen af afgørelsernes godtgøres det dog, hvad der kendetegner finansielle optioner og om gevinstmulighed er sammenlignelig hermed.

### 3.2 Finansielle optioner

I henholdsvis SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR argumenterer Skattestyrelsen for, at gevinstmuligheden udgøres af en asymmetrisk risiko mellem gevinst og tab for de enkelte kapitalklasser. Det påpeges, at gevinstmulighed har karaktertræk og tilnærmelsesvis kan sammenlignes med en finansiell option, men Skattestyrelsen kommer dog ikke med nærmere økonomiske betragtninger om, hvad der kendetegner finansielle optioner. For at kunne vurdere begrebets økonomiske berettigelse, samt analysere og diskutere sammenligneligheden mellem gevinstmulighed og finansielle optioner, foretages en analyse af, hvad der i den økonomiske teori kendetegner en finansiell option.<sup>111</sup>

En finansiell option tilhører kategorien derivater, hvorved værdien af selve optionen afhænger af værdien af et underliggende aktiv, som optionen er knyttet til.<sup>112</sup> I tilfældet for aktieoptioner er det underliggende aktiv aktier. Optioner kendetegnes ved, at der udelukkende foreligger en ret, men ikke

---

<sup>109</sup> Det bemærkes hertil, at der endnu ikke er udsendt Styresignal eller forslag herom på trods af at varslingen kom i juli 2019. Det kan herved overvejes om skattemyndighederne har sået tvivl om hvorvidt de er gået for langt. Det kan dog også være begrundet i forhold omkring værdiansættelse, se hertil kapitel 5, samt COVID-19 pandemien.

<sup>110</sup> I afsnit 4.1 foretages en nærmere vurdering af om der er hjemmel til at indregne værdien af gevinstmulighed, mens der i kapitel 5 foretages en analyse af mulige værdiansættelsesmodeller samt en vurdering af modellernes anvendelighed.

<sup>111</sup> Det bemærkes indledningsvist at hverken Skattestyrelsen eller Skatterådet foretager nærmere beskrivelse af hvad finansielle optioner indebærer. Finansielle optioner, består af mange typer af optioner, eksempelvis aktieoptioner, FX-optioner og renteoptioner. Der fokuseres i indeværende kapitel på aktieoptioner, da det alt andet lige må vurderes at have størst sammenlignelighed, med den gevinstmulighed Skatterådet finder eksisterer i de omtalte afgørelser. Der er her henset til at der er tale om kapitalandele, samt at Skattestyrelsen konkret har nævnt at optionsteoriene Black-Scholes og binomialmodellen må anses for anvendelige, som netop anvendes ved værdiansættelse af aktieoptioner.

<sup>112</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition) s. 1.



en pligt til enten at købe eller sælge det underliggende aktiv.<sup>113</sup> Optioner kan inddeles i to typer henholdsvis call-optioner og put-optioner.<sup>114</sup> En call-option er retten til at købe det underliggende aktiv, mens en put-option er retten til at sælge.<sup>115</sup> Ved optioner aftales en aftalekurs, som optionsindehaveren enten kan købe eller sælge det underliggende aktiv til. Optioner kan endvidere inddeles i henholdsvis europæiske og amerikanske optioner.<sup>116</sup> Ved europæiske optioner er det udelukkende muligt at udnytte optionen på udløbsdagen, mens det ved amerikanske optioner er muligt at udnytte optionen i hele den pågældende periode. Tiden frem til udløbsdagen kaldes også løbetiden.

Når der for optioner udelukkende foreligger en ret og ikke en pligt, betyder det, at man som optionsindehaver udelukkende kan opnå en fortjeneste, idet optionen, alt andet lige, ikke udnyttes, hvis det medfører et tab for optionsindehaveren.<sup>117</sup> Det betyder, at det kun er muligt at tjene på kontrakten som optionsindehaver, hvorfor kontrakten ikke gratis.<sup>118</sup> Der betales således en præmie for at indgå denne kontrakt,<sup>119</sup> idet sælger af optionen vil kræve en kompensation for den risiko, der påtages. Det betyder, at optioner pr. definition har en værdi. Idet der betales en præmie for optionen, betyder det også, at ovenstående er en sandhed med modifikationer, da præmien vil være tabt, såfremt optionen ikke udnyttes. Som følge heraf kan optioner defineres som et asymmetrisk derivat, idet præmien vil være det maksimale tab, der lides, mens gevinsten i teorien er ubegrænset.<sup>120</sup>

På baggrund af ovenstående analyse kan det foreløbigt konkluderes, at finansielle optioner er kendetegnet ved, at der er tale om en ret, men ikke en pligt til at foretage køb eller salg af det underliggende aktiv til en fastsat aftalekurs inden for en given løbetid. Denne ret medfører en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab, da investering og risiko er adskilt, hvilket dog modsvarer af en præmie.

### 3.3 Kan gevinstmulighed sidestilles med en finansiell option?

Henset til ovenstående analyse er det herefter relevant at vurdere, hvorvidt Skattestyrelsens begreb gevinstmulighed kan sidestilles med en finansiell option. Såfremt gevinstmulighed kan sidestilles med finansielle optioner, må det danne et økonomisk belæg for at indregne værdien heraf i kapitalandelen. Det skal indledningsvist anføres, at Skattestyrelsen har været sparsomme med at definere, hvad begrebet indebærer.<sup>121</sup> Der anvendes fremadrettet definitionen fra afsnit 3.1, hvorefter gevinstmuligheden opstår, når der er asymmetri mellem kapitalklasser i forhold til muligheden for gevinst og risikoen for tab. Denne definition sammenholdes med de analyserede karaktertræk for finansielle optioner i afsnit 3.2.

Et af de kendetegn der går igen, ved både gevinstmulighed og finansielle optioner, er asymmetri. Denne asymmetri mellem gevinst og tab fremhæves således både som et element i finansielle optioner og gevinstmulighed. Som fundet i afsnit 3.2 opstår asymmetrien for finansielle optioner netop ved, at der maksimalt er risiko for at tabe den præmie, der betales for optionen, mens muligheden for gevinst i teorien er ubegrænset. Henset hertil må der vurderes at være visse sammenligneligheder med den

---

<sup>113</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates s. 194.

<sup>114</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition) s. 5 samt Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 159.

<sup>115</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition) s. 5 samt “ Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 159.

<sup>116</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 159.

<sup>117</sup> Ibid. s. 19.

<sup>118</sup> Ibid. s. 19-20.

<sup>119</sup> Ibid. s. 19 og 159.

<sup>120</sup> Ibid. s. 160.

<sup>121</sup> Se hertil Jacob Bundgaard i TAXO.2019.1 i afsnittet ”Tilløbet”, der netop stiller sig kritisk herfor.

situation, der opstår ved konstruktionen i A/B-modellen. Der argumenteres herfor, idet tabet her er begrænset til den indskudte kapital, og dermed et lille tab holdt op mod, at den potentielle gevinst er en væsentlig andel af selskabets samlede værdi, når den forlods udbytteret er udbetalt. Når denne asymmetri sammenholdes, er det således muligt at argumentere for, at der foreligger et vidst rationale bag Skattestyrelsens argumenter. Ydermere må der argumenteres for en vis sammenlignelighed mellem finansielle optioner og gevinstmulighed, idet den "person" der gør det muligt for henholdsvis optionsindehaver og generation junior, at opnå denne asymmetri mellem begrænset tab og ubegrænset mulighed for gevinst, har risiko for at lide et stort "tab". Som allerede nævnt vil man, for at løbe denne risiko, i optionsteorien, kræve en præmie herfor, mens praksis i A/B-modellerne har krævet kompensation i form af en rente. Der kan herved argumenteres for, at der allerede sker en kompensation i begge tilfælde i form af forrentning henholdsvis præmie. Skattestyrelsen synes dog at mene jf. ovenstående analyse, at kompensationen ikke kan ske gennem forrentningen, men skal ske gennem en yderligere kompensation, som efter analysen i afsnit 3.2 må svare til den præmie, der betales ved finansielle optioner.

Ud fra den økonomiske teori om finansielle optioner er det klart at se, at der er visse træk, der er sammenlignelige og til dels bekræfter begrebets økonomiske berettigelse ud fra teorien om finansielle optioner. Der må dog argumenteres for, at der tillige er visse forskelle, som adskiller konstruktionerne fra den finansielle optionsteori. Først og fremmest kan der ikke fastsættes en aftalekurs eller en løbetid, da overdragelsen af kapitalandelene sker samtidig med aftalens indgåelse. Der kan desuden argumenteres for en væsentlig forskel i forhold til det faktum, at der ved optioner er tale om, at man køber retten til at købe eller sælge et underliggende aktiv, og i den konkrete situation foretages der rent faktisk et køb af aktivet, der sker dermed ikke samme adskillelse af risiko og investering.

Henses der til sammenligneligheden med finansielle optioner, primært den asymmetriske risiko for gevinst og tab, forekommer der umiddelbart et økonomisk argument for, at renten ikke kan tage højde herfor, hvorfor det i stedet skal indregnes som en værdi/rettighed for kapitalandelen. Der henses herved til, at optioner altid vil have en selvstændig værdi, som følge af den asymmetriske risiko, der foreligger. Henset til at der foretages en investering i kapitalandelene, og man derved ikke opnår samme adskillelse af risiko og investering som ved egentlige optioner, kan der stilles spørgsmålstejn ved om situationen ikke blot kan sammenlignes med overdragelse af enhver anden aktie?<sup>122</sup> Der må herefter argumenteres for, at det er risikomomentet for senior, der udgør forskellen. Overdrager senior enhver anden aktie til junior, er det klart, at der også vil være mulighed for, at denne stiger i værdi og opnår yderligere gevinst. Modsat påtager senior sig ikke en risiko ved overdragelsen af denne aktie, hvorfor risikomomentet i gevinstmuligheden ikke foreligger.

### **3.4 Foreligger der pr. definition en gevinstmulighed?**

Med diskussionen og analysen af de økonomiske kendetegn ved finansielle optioner sammenholdt med det skatteretlige begreb gevinstmulighed, er det tydeligt, at der er visse ligheder. Ikke desto mindre er det relevant at diskutere, hvorvidt der i disse konstruktioner altid vil være en gevinstmulighed. Ud fra argumentationen i SKM2019.371.SR synes dette at være Skattestyrelsens opfattelse, at der altid skal indregnes en gevinstmulighed i A/B-modeller. Der er ikke siden SKM2019.371.SR foretaget en afgørelse herom. Skattestyrelsen knytter dog en kommentar til den forestående praksisændring i SKM2019.577.SR;<sup>123</sup>

<sup>122</sup> Se hertil Serup, Michael SR.2019.295 i afsnit 4, "Kritik af Skatterådet afgørelse".

<sup>123</sup> SKM2019.577.SR udgør en del af en samlet afgørelsesrække, der tillige omfatter SKM2019.578.SR og SKM2019.579-SR. Det er dog kun i SKM2019.577SR, der knyttes en kommentar til begrebet gevinstmulighed, hvorfor der fokuseres på denne afgørelse.

I SKM2019.577.SR ønskede man at foretage generationsskifte i Selskabet H1 ApS samt H2 ApS. Selskabskapitalen var opdelt i henholdsvis A- og B-andelene. Forskellen på kapitalandelene var, at A-andelene var tillagt samtlige stemmer. A-andelene var ejet af A, der desuden ejede cirka halvdelen af B-andelene i begge selskaber. De resterende B-andele var ejet af As børn B og C. Generationsskiftet skulle gennemføres ved en kapitaludvidelse og vedtægtsændring i begge selskaber. Herved skulle der i begge selskaber ske etablering af en ny A- og B-kapitalklasse en ny C-klasse. A-andelene ville blive tillagt samtlige stemmer samt en forlodsret til udbytte. B-andelene ville blive tillagt en forlodsret til udbytte. Den forlods udbytteret ville blive forrentet med 6,4 %.<sup>124</sup> C-andelene derimod ville først få udbytte, når den forlods udbytteret var betalt. Efter vedtægtsændringen ville A overdrage sine C-andele til B og C.

Situationen i SKM2019.577.SR er ikke en klassisk A/B-model, idet der allerede eksisterer flere kapitalejere på tidspunktet for vedtægtsændringen. Modellen er dog sammenlignelig med de klassiske A/B-modeller,<sup>125</sup> idet de eksisterende kapitalklasser tillægges en forlodsret til udbytte, mens den nye kapitalklasse udelukkende har en efterstillet ret hertil. I spørgsmål 3 ønsker spørger svar på beskatningen ved overdragelse fra person A til B og C. I den forbindelse udtaler Skattestyrelsen;

*”Såfremt rådgiver opgør værdien af C-anparterne som forskellen mellem handelsværdien af selskabet og værdien af den forlods udbytteret tilknyttet A- og B-anparterne, kan værdien af C-anparterne opgøres til 0 kr”.*<sup>126</sup> [Egen fremhævning]

Denne udtalelse fra Skattestyrelsen forekommer umiddelbart overraskende. Som tidligere analyseret har praksis for A/B-modellen været, at værdien af den forlods udbytteret opgøres efter formelen i SKM2004.66.LR, og kapitalandelene overdrages til nominal værdi. Umiddelbart åbner afgørelsen en mulighed for, at B-andelene kan overdrages til en lavere værdi end nominal.<sup>127</sup> Skattestyrelsen finder herefter, at situationen ikke er sammenlignelig med SKM2019.30.SR, men derimod med de klassiske A/B-modeller, hvorfor de forsætter;

*”Fra 6 måneder efter offentliggørelsen af et kommende styresignal om indregning af gevinstmuligheder vil der skulle indregnes gevinstmuligheden i prissætningen af anpartsclasser i **konstellationer som denne**, hvor enkelte anpartsclasser (i dette tilfælde A- og B-anparterne) tilknyttet forlods udbytteret, som fastættes til størstedelen af selskabets handelsværdi, og øvrige anpartsclasser (i dette tilfælde C-anparterne) har retten til residualværdien, når denne er betalt, jf. SKM2019.371.SR”.*<sup>128</sup> [Egen fremhævning]

Med denne udtalelse bekræfter skattemyndighederne sin opfattelse af den kommende retstilstand, hvor gevinstmulighed bliver en del af den fremtidige værdisætning i forbindelse med A/B-modeller. Dette bekræftes yderligere ved;

*”Den pågældende **konstellation** medfører **asymmetriske muligheder for gevinst og tab** for de enkelte anpartsclasser. Denne asymmetri hvor man ved at investere i C-anparterne får en stor gevinstmulighed og maksimalt kan miste den beskedne investering, efterligner det man kender fra finansielle optioner”.*<sup>129</sup> [Egen fremhævning]

---

<sup>124</sup> Det bemærkes, at der ikke i afgørelsen tages stilling til, hvorvidt de 6,4 % kan anses for svarende til markedsrenten, idet rådgiver beder Skatterådet lægge dette til grund ved deres besvarelse.

<sup>125</sup> Dette bemærkes tillige i SKM2019.577.SR i Skattestyrelsens besvarelse s. 4, venstre spalte.

<sup>126</sup> SKM2019.577SR s. 4, venstre spalte.

<sup>127</sup> Henset til tidligere praksis og ovenstående analyse må det dog vurderes tvivlsomt, at kapitalandelene reelt kan overdrages til 0 kr., da kapitalandelene alt andet lige må repræsentere en værdi.

<sup>128</sup> SKM2019.577.SR s. 4, venstre spalte.

<sup>129</sup> SKM2019.577.SR s. 4, venstre spalte.

Med denne udtalelse synes Skattestyrelsen ikke blot at fastholde elementet om gevinstmulighed, men indikerer ligeledes, at der i ”sådanne konstellationer”, hvormed der må antages at menes A/B-modellen eller lignende, altid vil foreligge en gevinstmulighed, som skal indregnes i handelsværdien. Denne antagelse må dog udfordres.

Med henvisning til ovenstående forekommer der en vis økonomisk berettigelse i begrebet gevinstmulighed. Det er hertil værd at nævne, at selskaber, der anvender A/B-modellen, er forskellige. Der må således argumenteres for, at der skal foretages en konkret vurdering, således den blotte konstruktion gennem A/B-model ikke pr. definition medfører en gevinstmulighed. Det må her vurderes, at forrentningen af den forlods udbytteret har stor betydning. Såfremt der skal foreligge en potentiel gevinstmulighed, kræves det, at selskabet er i stand til at vækste mere end forrentningen. Som tidligere analyseret er forrentningen stigende. Det er derfor illusorisk at antage en ubegrænset mulighed for gevinst, da denne gevinst begrænses af forrentningen.<sup>130</sup> Ydermere indebærer A/B-modellen ikke pr. definition, at investeringen er ”begrænset”, underforstået lille. A/B-modellen er tillige anvendt, hvor udelukkende en del af finansieringen er flyttet ind i selskabet, mens den resterende er betalt af generation junior. Ligeledes må der argumenteres for, at selskabets branche og udviklingen heri har betydning. Hvis der er tale om en branche, der ikke vækster, måske ligefrem det modsatte, må gevinstmuligheden tillige begrænses.

Det følger af praksis fra Landsskatteretten, eksempelvis TfS1991.128.LSR, at der ved vurderingen af handelsværdien, skal tages hensyn til den konkrete situation. Skatterådet synes dog tillige at indikere, at der skal tages hensyn til den konkrete situation, idet de anfører, at gevinstmuligheden skal indgå, ”når de konkrete forhold kan begrunde det”.<sup>131</sup> Indregner skattemyndighederne, uden hensynstagen til den konkrete situation, en gevinstmulighed i handelsværdien af B-kapitalandele, må det dermed vurderes at være i strid med praksis for fastlæggelse heraf. Dette understøttes ligeledes af den hidtidige praksis på området for A/B-modeller, hvor det konkret skal vurderes, under hensynstagen til om udbyttet faktisk kan udloddes, om renten skal indeholde et risikotillæg.<sup>132</sup> Der kan således argumenteres for, at i den situation, hvor der ikke indregnes et risikotillæg, må det være udtryk for, at der ikke er en risiko forbundet med at udskyde betalingen ved den forlods udbytteret. Løber senior ikke en risiko, må det indikere, at der ikke foreligger en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab mellem senior og junior.

### 3.5 Delkonklusion

Det kan med indeværende kapitel konkluderes, at Skattestyrelsen med deres seneste praksis har introduceret begrebet gevinstmulighed som en del af handelsværdien for kapitalandele ved brug af A/B-modellen. Gevinstmulighed opstår herefter, når der foreligger en asymmetrisk risiko for gevinst og tab mellem kapitalklasserne, hvilket sker, når størstedelen af selskabets værdi pålægges den ene kapitalklasse gennem en forlodsret til udbytte. Kompenseres der ikke for denne gevinstmulighed ved indregning i handelsværdien, vil det medføre en formueforskydning/yderligere gave fra generation senior til junior. Der blev fundet udfordringer forbundet med denne yderligere værdi henset til, at der sker en forrentning af den forlods udbytteret på markedsvilkår. Der blev herefter argumenteret for, at der ikke kan ske kompensation for gevinstmulighed gennem forrentning, som følge af at gevinstmuligheden sammenlignes med finansielle optioner. Dette skyldes, at finansielle optioner pr. definition

---

<sup>130</sup> Serup, Michael; SR.2019.295 i afsnit 4, ”Kritik af Skatterådets afgørelse”.

<sup>131</sup> SKM2019.371.SR s. 5, venstre spalte.

<sup>132</sup> Se hertil afsnit 2.3.3.2.

vil have en værdi, som følge af den risiko optionsudsteder påtager sig, samt det forhold at man udelukkende kan vinde på kontrakten. Det blev herefter fundet, at der er en vis sammenlignelighed mellem finansielle optioner og gevinstmulighed, henset til den asymmetriske risiko for gevinst og tab. Det blev herefter diskuteret, hvorvidt der pr. definition vil foreligge en gevinstmulighed med brug af A/B-modellen. Henset til analysen af begrebet gevinstmulighed sammenholdt med praksis blev det fundet problematisk, såfremt der pr. definition indregnes en gevinstmulighed. Der må herefter skulle foretages en konkret vurdering i situationen, som med vurderingen af risikotillæg jf. afsnit 2.3.3.2.

## **Kapitel 4 – Gevinstmulighed – Fremadrettet behandling**

Med kapitel 3 blev der foretaget en nærmere analyse og diskussion af gevinstmulighed og begrebets økonomiske berettigelse. På trods af at der fandtes udfordringer forbundet med begrebet i skatteretlig kontekst, blev det ligeledes vurderet, at det er retsanvenders opfattelse, at gevinstmulighed fremover skal indgå i opgørelsen over kapitalandelens handelsværdi ved brug af A/B-modellen, da modellen medfører en asymmetrisk risiko for gevinst og tab mellem kapitalklasserne. I indeværende kapitel diskuteres det derfor ikke yderligere, om elementet er berettiget, eller om det altid skal indgå. Der anlægges i stedet den betragtning, at gevinstmulighed indregnes i kapitalandelens handelsværdi, hvorfor kapitlet har til formål at undersøge, om der er hjemmel hertil. Skattestyrelsen har ikke kommenteret nærmere på hjemlen i SKM2019.371.SR, og det må forventes, at et kommende styresignal er mere klar herom. Ydermere vil kapitlet fremhæve de udfordringer, der synes at være forbundet med håndteringen af gevinstmulighed.

### **4.1 Hjemmel til indregning af gevinstmulighed?**

SKM2019.30.SR var den første afgørelse, hvor gevinstmulighed blev introduceret. Af samme årsag har afgørelsen været relevant for forståelsen af begrebet i forbindelse med anvendelse i de klassiske A/B-modeller. I forhold til analysen af hjemmelsgrundlaget er det her væsentligt at pointere, at SKM2019.30.SR på flere punkter adskiller sig fra SKM2019.371.SR og dermed A/B-modellen generelt. I SKM2019.30.SR opstår gevinstmuligheden mellem generation senior og junior ved, at selskab A tegner kapitalandele til overkurs i selskab B. Denne transaktion er omfattet af Ligningsloven<sup>133</sup> § 2. I det første led bliver dette anset som en maskeret udlodning til selskabets aktionærer og dermed i sidste ende generation senior og junior. En sådan maskeret udlodning kan beskattes med hjemmel i LL § 16A.<sup>134</sup> Nytegning til overkurs finder derimod ikke sted i en klassisk A/B-model, og det må derfor som udgangspunkt ikke være LL § 16A, der skal danne grundlag for beskatningen af gevinstmuligheden. Det er herefter relevant at overveje andre muligheder for hjemmel til beskatning.

Det skatteretlige udgangspunkt er, at der første sker beskatning, når gevinst og tab er realiseret<sup>135</sup> jf. Statsskatteloven<sup>136</sup> § 5 stk. 1, litra a. Overfor realisationsprincippet står lagerprincippet, hvorefter der alligevel kan ske beskatning på trods af, at der ikke er sket realisation.<sup>137</sup> Igen må det pointeres, at sagsforløbet i SKM2019.30.SR og A/B-modeller generelt adskiller sig fra hinanden. I SKM2019.30.SR opstår gevinstmuligheden på et tidspunkt, hvor generation junior allerede har kapitalandele, hvorfor disse stiger i værdi. I denne situation kan der stilles spørgsmålstejn ved, om denne

---

<sup>133</sup> Lovbekendtgørelse nr. 806 af 8. august 2019, herefter LL.

<sup>134</sup> Som nævnt er denne beskatning dog muligvis i strid med tidligere praksis for overkurs, se hertil Bolander, Jane; SR2019.149.

<sup>135</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 442.

<sup>136</sup> Lov nr. 149 af 10/4/1922.

<sup>137</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 442.

værdistigning kan beskattes.<sup>138</sup> Ved den klassiske A/B-model er situationen anerkendt, hvorved gevinstmuligheden først manifesterer sig ved overdragelsen/nytegning af B-andelene, og således indregnes denne i handelsværdien på det tidspunkt, hvor junior bliver kapitalejer. Henset hertil må værdien foreligge på overdragelsestidspunktet, hvorfor der her sker realisation. Idet afhandlingen har fokus på A/B-modellen, er det med afsæt i dette, at hjemmel til indregning af handelsværdien kommenteres.

Med henvisning til vurderingen af begrebet gevinstmulighed blev det fundet, at denne udgøres af en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab mellem kapitalklasserne, for hvilken der skal kompenseres. En kompensation tredjemand, alt andet lige, ville have betalt i henhold til Skattestyrelsen. Dette indikerer således en manglende iagttagelse af armslængdeprincippet, hvilket gør det relevant at overveje, om hjemmel til beskatning kan findes i LL § 2. LL § 2 angiver et armslængdeprincip mellem interesseforbundne parter og giver hjemmel til at foretage aftalekorrektion. LL § 2 finder anvendelse i kontrollerede transaktioner jf. LL § 2 sk. 1, som defineret i nr. 1-6. Transaktionen, hvorved gevinstmuligheden opstår ved A/B-modellen, sker mellem henholdsvis generation senior og junior, der begge er fysiske personer. En transaktion mellem to fysiske personer er ikke omfattet af LL § 2, og det må vurderes, at hjemlen ej heller skal findes heri.<sup>139</sup>

Armslængdeprincippet i LL § 2 finder ikke direkte anvendelse i overdragelsen mellem to fysiske personer. Derimod finder BAL anvendelse, når personerne er omfattet af boafgiftskredsen jf. BAL § 22 stk. 1. Det fremgår af BAL § 27, at overdragelsen skal ske til handelsværdi. BAL § 27 udtrykker dermed også et armslængdeprincip i transaktioner mellem personer omfattet af BAL § 22 stk. 1 på samme måde som LL § 2. Som tidligere nævnt er der ikke i udgangspunktet modstridende interesser, når der er tale om interesseforbundne parter. Ydermere vanskeliggøres vurderingen af handelsværdien af, at der er tale om unoterede kapitalandele. Skattestyrelsen bemærker da også i SKM2019.30.SR, at netop som følge af at parterne er interesseforbundne, og kapitalandelene er unoterede, skal der foretages et skøn over kapitalandelens handelsværdi. Det følger af flere højesteretsafgørelser, herunder SKM2012.571.HR samt TfS2000.560.H, at der ved værdiansættelse af unoterede kapitalandele ikke blot skal tages hensyn til en fordeling af selskabets værdi i sin helhed ved en nominel fordeling, men at der tillige skal tages hensyn til de rettigheder og forpligtigelser, der påhviler den pågældende kapitalklasse. Således er der tidligere ved værdiansættelsen taget hensyn til majoritet/minoritets andele, stemmepreferencer samt omsættelighedsbegrænsninger. I samme retning har Højesteret ved SKM2008.211.HR indikeret, at der ved skønnet over handelsværdien ligeledes skal tages stilling til, om der reelt er en mulighed for at handle kapitalandelene til en uafhængig part.<sup>140</sup> Samlet set følger det af afgørelserne, at der ved skønnet over handelsværdien af andelene skal henses til den enkelte kapitalklasse og de rettigheder, den er tillagt.

Ligeledes er retsanvender, i form af skattemyndighederne, tillagt en vid skønsbeføjelse, når der er tale om transaktioner indenfor et interessefælleskab<sup>141</sup>. Skattestyrelsen anfører både i SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR, med henvisning til blandt andet SKM2018.41.HR samt

---

<sup>138</sup> Se hertil, Bolander, Jane; SR2019.149 i afsnittet "Overkurs efter sædvanlig praksis", Laursen, Anders N.; RR.SM.2019.4 i afsnit 3.2, "De skattemæssige konsekvenser af den manglende kompensation af gevinstmuligheden", samt Bundgaard, Jacob; TAXO.2019.1 i afsnittet "Tilløbet", der alle kommenterer alle på dette forhold. Det skal hertil endnu en gang bemærkes, at der er stillet spørgsmålstejn ved om dette er foreneligt med tidligere praksis for overkurs.

<sup>139</sup> Se hertil Bech-Bruuns nyhedsbrev af 31. juli 2019, der synes at være enig i denne betragtning.

<sup>140</sup> Se hertil Serup, Michael; Generationsskifte – omstrukturering s. 255.

<sup>141</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 448.

SKM2012.571.HR, at der ved værdiansættelse af handelsværdien for kapitalandele skal indgå overvejelser omkring de rettigheder, som den enkelte kapitalandel er tillagt.<sup>142</sup> Handelsværdien er tidligere blevet defineret som *”det beløb, som de vil kunne indbringe ved et salg på det åbne marked”* jf. SKM2018.41.HR. Sammenholdes BAL § 27 med skattemyndighedernes vide skønsmæssige vurderinger, når der er tale om interesseforbudne parter, samt det faktum at Højesteret har statueret, at rettigheder og forpligtelser kan inddrages i skønnet, må det vurderes, at der er hjemmel til at indregne værdien af gevinstmulighed, idet overdragelsen i sin helhed skal opgøres til handelsværdi jf. BAL § 27.

Den primære udfordring, baseret på denne tankegang, er således ikke hjemlen, men spørgsmålet om hvordan denne rettighed i form af gevinstmuligheden skal værdiansættes. Det skal hertil bemærkes, at det ikke er klart, hvorvidt gevinstmulighed skal anses som et selvstændigt aktiv eller som et aktiv forbundet til kapitalandelene, idet det sidestilles med en finansiel option. Det må dog vurderes, at der umiddelbart lægges op til at anse det samlet, idet værdien af gevinstmulighed indregnes i handelsværdien for kapitalandelene jf. kapitel 3.1. Hvorvidt det skal anskues selvstændigt eller forbundet til kapitalandelen, bør dog ikke have betydning for hjemmelsgrundlaget i BAL § 27. At det kan ses som et selvstændigt aktiv, og forsat finde hjemmel i BAL § 27, synes at finde noget støtte i en kommentar i Lærebog om indkomstskat, idet det i forbindelse med Kursgevinstlovens<sup>143</sup> § 29 anføres;

*”Tilsvarende vil der ud fra **gavebetragtninger** kunne udløses beskatning, såfremt rettigheden opgives uden vederlag på et tidspunkt, hvor **rettigheden utvivlsomt har en værdi**”.*<sup>144</sup> [Egen fremhævelse]

Som allerede nævnt knytter kommentaren sig til KGL § 29. Ikke desto mindre angiver den samme tankegang, hvis der foreligger en værdi på tidspunktet, som kan anses for selvstændigt skatterelevant aktiv, må det kunne beskattes efter de almindelige gavebetragtninger og skal opgøres til handelsværdi. Som fremhævet må det dog som minimum kræves, at aktivet utvivlsomt har en værdi.<sup>145</sup>

Det skal hertil bemærkes, at opgørelsen af B-andelenes handelsværdi netop er udviklet gennem praksis jf. kapitel 2, og dermed ikke følger direkte af lovgivning.<sup>146</sup> Som følge heraf må det dermed også være et spørgsmål om praksisændring, som netop kommer til udtryk ved det varslede styresignal, om denne værdi kan indregnes og ikke et spørgsmål om hjemmel hertil.

Michael Seerup synes ikke at være enig i, at hjemmel til beskatning kan findes i BAL, idet han anfører; *”(...) er der ikke grundlag for og derfor heller ikke **hjemmel** til at indregne en særlig yderligere optionsværdi i den skattemæssige værdiansættelse af én aktieklasser”.*<sup>147</sup> [Egen fremhævelse]

Som belæg for denne konklusion anfører Michael Serup, at gevinstmuligheden kan anses for at udgøre en rentefordel, og i forlængelse heraf at finansiering gennem forlods udbytteret kan sidestilles med et anfordringslån.<sup>148</sup> Det følger af fast praksis, at et anfordringslån sidestilles med en kontantbetaling, hvorfor det vil have kurs pari, og der derfor ikke kan opstå en rentefordel uanset, at lånet er

---

<sup>142</sup> SKM2019.30SR s. 9, venstre spalte og SKM2019.371.SR s. 4, venstre spalte.

<sup>143</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1283 af 25/10/2016, herefter KGL.

<sup>144</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 467.

<sup>145</sup> Se nærmere i kapitel 5 vedrørende værdiansættelse.

<sup>146</sup> Det følger desuden hverken af forarbejder til BAL § 27 eller ABL § 31 hvad der indgår i opgørelsen over handelsværdien, hvorfor der ikke er en begrænsning som følge heraf.

<sup>147</sup> Serup, Michael; SR.2019.295, afsnit 4, ”Kritik af Skatterådets afgørelse”.

<sup>148</sup> Serup, Michael; SR.2019.295 afsnit 2, ”Værdiansættelse og beskatning af B-aktierne (Hjemmelsgrundlaget)” og afsnit 4, ”Kritik af Skatterådets afgørelse”.

rentefrit eller lavt forrentet, hvorfor der hellere ikke skal betales gaveafgift heraf.<sup>149</sup> Det må dog diskuteres, om forlods udbytteretten kan sidestilles med anfordringsvilkår. Som oftest vil generation senior beholde retten til stemmerne, og vil dermed også kunne bestemme, hvornår forlodsretten udloddes, og betalingen sker. Dette forhold er sammenligneligt med anfordringslån, hvorefter kreditor kan kræve en betaling, når det ønskes.<sup>150</sup> Som det fremgår af afsnit 2.2, indregnes der i værdiansættelsen af selskabet en goodwill. Denne goodwill indgår i værdien skattemæssigt, men er ikke bogført regnskabsmæssigt, som følge af at goodwill udelukkende bogføres, når det er tilkøbt. Ligeledes kan der aldrig udloddes mere, end hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets drift jf. SEL § 179 stk. 2. Som følge heraf må der argumenteres for, at hele værdien af den forlods udbytteret derfor ikke kan indkræves ”på anfordring”. Det må derfor vurderes at gå for vidt at sidestille den forlods udbytteret med et egentlig anfordringslån.

Det er ikke muligt med eksisterende retskilder at fastlægge, hvordan gevinstmuligheden skal anskues. Med ovenstående må det konkluderes, gevinstmuligheden umiddelbart skal anses for en værdi/ret-tighed for kapitalandelene, på tidspunktet for overdragelse, hvorfor hjemmel til indregning kan findes i BAL § 27, idet overdragelsen i sin helhed skal opgøres til handelsværdi. Ovenstående bidrager til de overvejelser, der bør gøres i forbindelse med det kommende styresignal. Såfremt Skattestyrelsen måtte finde, at der ikke på nuværende tidspunkt findes en klar hjemmel, bør indregningen heraf ud-skydes til lovgiver har fastsat hjemmel hertil, da sådanne ændringer ikke kan eller bør gennemføres administrativt.<sup>151</sup>

## 4.2 Udfordringer ved beskatning af gevinstmulighed

Med kapitel 3 blev udfordringer vedrørende anerkendelsen af begrebet gevinstmulighed analyseret og diskuteret, mens afsnit 4.1 vurderede hjemmelsgrundlaget. Indeværende afsnit vil således analy-sere og diskutere de problemstillinger, der er forbundet med den egentlige beskatning og håndtering af gevinstmulighed.<sup>152</sup> Det bemærkes, at afsnittet har til formål at diskutere og problematisere de udfordringer, der er forbundet hermed.<sup>153</sup>

Som tidligere nævnt fremgår det ikke klart, hvorvidt gevinstmulighed skal anses for et selvstændigt skatterelevant aktiv, som fx finansielle optioner efter KGL § 29. Umiddelbart tyder argumentationen i afgørelserne på, at værdien indregnes i handelsværdien for kapitalandelene. Såfremt værdien af ge-vinstmulighed skal indgå i handelsværdien for kapitalandelene, må det medføre at anskaffelsessum-men for junior forhøjes. Dette er tillige nødvendigt for at undgå potentiel dobbeltbeskatning.<sup>154</sup> Så-fremt værdien af gevinstmuligheden skal tillægges anskaffelsessummen for kapitalandelene, må det imidlertid kræve, at der er tale om det samme skatterelevante aktiv.<sup>155</sup>

---

<sup>149</sup> Se hertil U1985.131H, D.J.V afsnit C.A.6.1.7 samt Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 737. Retstil-lingen bygger på Skatteministerens svar på spørgsmål 616 af 17. februar 1988.

<sup>150</sup> D.J.V afsnit C.A.6.1.7.

<sup>151</sup> Se hertil Jacob Bundgaard i TAXO 2019.1 i afsnittet ”Det større perspektiv”, der bemærker, at Skatteforvaltningen ikke selvstændigt skal udvide grænserne for dansk lovgivning og hertil kalder Skatterådet egenrådighed en ”glidebane”.

<sup>152</sup> For problemstillingen vedrørende værdiansættelse af gevinstmuligheden henvises til kapitel 5.

<sup>153</sup> Det er således ikke muligt at give et endeligt svar førend Skatterådet udkommer med et Styresignal og således mere klare retningslinjer for beskatningen og den efterfølgende behandling af gevinstmuligheden.

<sup>154</sup> Jane Bolander synes i SR2019.149 i afsnittet ”Overkurs efter sædvanelige praksis”, at indikere denne problematik, dog i relation til SKM2019.30.SR.

<sup>155</sup> Se nærmere om denne betragtning i afsnit 4.1.



Såfremt gevinstmuligheden alligevel, skal anses som et selvstændigt skatterelevant aktiv, må det imidlertid afvises at være omfattet af KGL § 29, som en finansiel kontrakt, der beskattes efter lagerprincippet i KGL § 33. Dette skyldes, at det af bemærkningerne til KGL § 29 fremgår, at; *“En option er en køberet eller salgsret, som udsteder indrømmer en erhverver”*.<sup>156</sup> Ydermere fremgår det direkte af KGL § 29, at der er tale om såkaldte købe- og salgsretter. Denne skatteretlige definition af begrebet skal lægges til grund, når det skal vurderes, om der kan findes hjemmel heri. På trods af der blev fundet visse lighedstræk mellem en option og gevinstmulighed, vil det gå for vidt at konkludere, at der er tale om en egentlig købe- eller salgsret, da kapitalandelen allerede er overgået. Henset hertil forekommer det umiddelbart tvivlsomt, at gevinstmuligheden efterfølgende skal behandles efter et lagerprincip i KGL. Dette bekræftet yderligere af Skattestyrelsen i SKM2019.30.SR, efter indstilling fra rådgiver. Er det et selvstændigt aktiv, må det derfor skulle beskattes efter det almindelige realisationsprincip i SL § 5 stk. 1 efter overdragelsen. Udgør det dermed en del af kapitalandelenes værdi, beskattes det efter realisationsprincippet i ABL § 1.

Ligeledes rejser gevinstmuligheden et yderligere spørgsmål i forhold til værdiansættelse og allokering af selskabets værdi på kapitalandelene. Med Skattestyrelsens nye tankegang skal B-andelene tillægges en yderligere værdi. Dette må dog, alt andet lige, betyde, at en del af værdien på A-andelene skal allokere til B-andelene i stedet, da selskabet ikke ved den blotte vedtægtsændring/overdragelse kan blive mere værd.<sup>157</sup> Som tidligere nævnt argumenteres der for, at den nye tankegang i højere grad er et spørgsmål om værdiansættelse, allokering og fastsættelse af forrentning og risikotillæg end en diskussion om hjemmel til beskatning af gevinstmulighed. Såfremt en del af værdien skal allokere fra A-andelene til B-andelene, kan der tillige stilles spørgsmålstejn ved, om værdiansættelsen af den forlodsret efter Ligningsrådets formel jf. afsnit 2.3 kan opretholdes, eller om også denne må ændres.

Afslutningsvist er det ligeledes værd at bemærke, at indregning af gevinstmulighed medfører, at værdien af gaven stiger. Gaver er defineret i skatteretten, og der eksisterer således i forbindelse med beskatning et selvstændigt skatteretlige gavebegreb, som læner sig op ad det civile retlige gavebegreb.<sup>158</sup> Gavebegrebet indeholder herefter 3 væsentlige elementer.<sup>159</sup> Først og fremmest skal der være tale om en berigelse af gavemodtager, dernæst skal det medføre et tab for gavegiver, og afslutningsvist skal gaven gives som et udslag af gavmildhed. I skatteretten arbejdes der med de første to betingelser ud fra et samlet krav, hvorefter de anses for opfyldt, når der foreligger en vederlagsfri formuefordel.<sup>160</sup> Udfordringen med gavebegrebet, for nærværende, omhandler især, om gavegiver (generation senior) kan anses for at have lidt et tab. Dette skyldes, at gevinstmuligheden først synes at opstå ved selve vedtægtsændringen/overdragelsen. Hvis der ikke afgives en del af formuen, kan der så i skatteretlig henseende overhovedet blive tale om gave, som skal beskattes?<sup>161</sup> Skal der være tale om en gave, må det således kræve, at der sker en allokering af værdien for kapitalandelene på tidspunktet for overdragelsen jf. ovenfor, således A-kapitalandelene bliver mindre værd, og generation senior derved lider et tab.

---

<sup>156</sup> Bemærkninger til lovforslag L 194 1996-97 note 122, som nævnt i SKM2019.30SR s. 5, højre spalte.

<sup>157</sup> Dette synes indikeret i SKM2019.577.SR s. 4, venstre spalte, hvortil det anføres af Skattestyrelsen *”Optionsteorien finder ikke anvendelse til at udfordre værdien af selskabet, men derimod til at fordele værdien mellem anpartsklasserne, og sikre at der ikke sker en formueforskydning”*. En indikation heraf fremgår ligeledes af SKM2019.371SR idet værdien af A-anparterne ikke godkendes, hvilket må betyde at noget af værdien skal allokere over til B-anparterne.

<sup>158</sup> Langhave, Inge m.fl.; Lærebog om indkomstskat s. 414.

<sup>159</sup> Ibid. s. 415

<sup>160</sup> D.J.V. afsnit C.A.6.1.2.1.

<sup>161</sup> Se hertil J Bundgaard, Jacob; TAXO.2019.1 i afsnittet *”Tilløbet”*, som ligeledes synes at stille spørgsmålstejn herved.

## Kapitel 5 – Værdiansættelse af gevinstmulighed

Skattestyrelsens introduktion af begrebet gevinstmulighed skaber ikke blot udfordringer af juridisk karakter, men tillige af økonomisk karakter. En væsentlig økonomisk udfordring vedrører værdiansættelsen af gevinstmulighed. Det er helt grundlæggende, at værdien af gevinstmuligheden opgøres korrekt, da dette influerer den handelsværdi, som udgør grundlaget for den skatteretlige behandling. Opgørelsen af værdien for gevinstmulighed må ligeledes forventes at påvirke handelsværdien af begge kapitalklasser, da den samlede værdi af selskabet bør allokeres.<sup>162</sup> Skattestyrelsen har hverken i SKM2019.30.SR eller SKM2019.371.SR værdiansat gevinstmuligheden, men har i stedet angivet de metoder, der tænkes anvendt hertil. Således angiver Skattestyrelsen i SKM2019.30.SR;

*”Denne formueforskydning skal der tages højde for i den pågældende struktur, og dette kan for eksempel ske ved hjælp af **optionsteori**, hvor man ved brug af eksempelvis **Black-Scholes modellen eller binomialmodellen** vil kunne beregne den manglende compensation fra A- og B-anparterne til C-anparterne, der opstår som følge af den pågældende struktur og den asymmetriske mulighed for gevinst og tab”.*<sup>163</sup> [Egen fremhævning]

Og forsætter i SKM2019.371SR med;

*”Denne formueforskydning skal ligeledes indregnes i værdiansættelsen af A-anparterne og B-anparterne, og dette kan for eksempel ske ved hjælp af **optionsteori**, hvor man ved brug af eksempelvis **Black-Scholes modellen eller binomialmodellen** vil kunne beregne værdien som opstår som følge af den pågældende struktur og den asymmetriske mulighed for gevinst og tab”.*<sup>164</sup> [Egen fremhævning]

Med disse udtalelser er det tydeligt, at Skattestyrelsen, på trods af deres begrebsændring i SKM2019.30.SR fra option til gevinstmulighed, har fastholdt deres fremstilling og dermed værdiansættelsesmetoden. Skattestyrelsen undlader dog at kommentere på anvendeligheden af optionsteorien, hverken i de konkrete situationer eller generelt for A/B-modeller. Formålet med indeværende kapitel er herefter at analysere de introducerede modeller, henholdsvis Black-Scholes modellen<sup>165</sup> og binomialmodellen,<sup>166</sup> og herefter vurdere anvendeligheden til værdiansættelse af gevinstmulighed.

### 5.1 Værdiansættelsesmodeller og anvendelighed<sup>167</sup>

Der er gennem tiden udviklet forskellige modeller til værdiansættelse af optioner, der i udgangspunktet bygger på de parametre, der påvirker værdien af en option. Værdien af en option påvirkes af aktieprisen, aftalekursen, tid til optionens udløb, volatiliteten samt den risikofri rente.<sup>168</sup> Parametrene vil uanset værdiansættelsesmetoden påvirke værdien af optionen på samme måde. Således vil en stigning i aktieprisen, renten, løbetiden og volatiliteten medføre en stigning i optionsværdien.<sup>169</sup> Modsat vil en stigning i aftalekursen medføre et fald i optionsværdien.<sup>170</sup>

<sup>162</sup> Se hertil SKM2019.577.SR side 4, venstre spalte.

<sup>163</sup> SKM2019.30.SR s. 10, højre spalte.

<sup>164</sup> SKM2019.371.SR s. 4, højre spalte.

<sup>165</sup> Herefter forkortet til BS.

<sup>166</sup> Herefter forkortet til BM.

<sup>167</sup> Der tages i afsnittet udgangspunkt i værdiansættelse af call-optioner, idet det vurderes at have størst sammenlignelighed med gevinstmulighed. Ligeledes antages det at der ikke foretages udbyttebetalinger fra den underliggende aktie.

<sup>168</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 168.

<sup>169</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Fundamentals of Corporate Finance s. 671. Se desuden Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 547.

<sup>170</sup> Ibid.

### 5.1.1 Black-Scholes modellen

BS er som nævnt én af de værdiansættelsesmetoder, der foreslås anvendt af Skattestyrelsen til at værdiansætte gevinstmuligheden. BS blev udviklet af Fischer Black og Myron Scholes og blev introduceret i artiklen "The pricing of options and corporate liabilities" i 1973.<sup>171</sup> BS giver mulighed for at værdiansætte optioner, hvor der samtidig tages højde for, at der er et uendeligt antal subperioder.<sup>172</sup>

BS baserer sig på værdiansættelse af europæiske call-optioner og bygger på en række forudsætninger. Forudsætningerne må vurderes at divergere i større eller mindre grad fra virkeligheden, men ikke desto mindre er de nødvendige for modellens anvendelighed.<sup>173</sup> Forudsætningerne er herefter;<sup>174</sup>

- Optionen skal være europæisk, hvorfor den kun kan udnyttes på udløbsdagen.
- Der foretages ikke udbyttebetalinger fra det underliggende aktiv, da det vil mindske værdien heraf.
- Markedet er efficient. Det betyder herefter, at aktiekursen følger en "random walk", der gør, at aktiekursen i dag ikke er afhængig af gårsdagens aktiekurs. På baggrund heraf er der ikke muligt at forudse aktiekursens udvikling.
- Der er ingen omkostninger forbundet med at købe og sælge optionen (transaktionsomkostninger).<sup>175</sup>
- Den risikofri-rente såvel som volatiliteten er både kendt og konstant over hele løbetid.
- Aktiens afkast er normalfordelt.

Under de ovenstående forudsætninger er det muligt at anvende BS til at værdiansætte en call-option. Bag BS ligger en række komplicerede matematiske udregninger og overvejelser, som imidlertid ikke spiller en stor praktisk rolle i dag. Black-Scholes-formlen er forholdsvis simpel og anvendeligt uden at udlede matematikken bag.<sup>176</sup> BS-formlen ser herefter ud som følger;<sup>177</sup>

$$\text{Værdi af option} = \text{Aktiepris} * N(d_1) - \text{aftalekurs} * e^{-\text{rente} * \text{løbetid}} * N(d_2)$$

Hvor;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{\text{aktiepris}}{\text{aftalekurs}}\right) + \left(\text{rente} + \frac{\text{volatilitet}^2}{2}\right) * \text{løbetid}}{\text{volatilitet} * \sqrt{\text{løbetid}}}$$

Og

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

---

<sup>171</sup> Black-Scholes modellen kaldes også sommetider for Black-Scholes-Merton modellen. Dette skyldes at Robert Cox Merton tillige biddrog til modellen, se hertil Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 558.

<sup>172</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 558.

<sup>173</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 172. Forudsætningerne diskuteres nedenfor.

<sup>174</sup> Forudsætningerne er baseret på Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 172 og 173 samt Black, Fisher & Scholes, Myron; The pricing of options and Corporate Liabilities.

<sup>175</sup> Transaktionsomkostninger er de omkostninger der sædvanligvis er forbundet med at foretage en transaktion/handel i et marked. Transaktionsomkostninger er således eksempelvis omkostninger forbundet med at søge information og forhandle aftalen, se hertil Williamson, Oliver E; The Economic Institutions of capitalism s. 18-22.

<sup>176</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 558.

<sup>177</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyrings. 170 og Black, Fisher & Scholes, Myron; The pricing of options and Corporate Liabilities.

På trods af modellen kan synes forholdsvis kompleks, kræver den udelukkende, at følgende inputs er kendte,<sup>178</sup>

- Aktieprisen. Der er tale om aktieprisen (prisen på det underliggende aktiv) på det tidspunkt, hvor værdien af optionen fastsættes.
- Aftalekursen. Den kurs hvortil aktien kan købes ved optionens udløb.
- Volatiliteten for aktiekursen. Udtrykker udsving i aktiens værdi.
- Renten (Den risikofri rente). Der er ikke umiddelbart enighed om, hvad den risikofri rente udgøres af.<sup>179</sup>
- Løbetid. Tiden indtil optionen udløber/kan udnyttes.

Ud fra de parametre, der indgår i formlen, er det tydeligt at se, at det er de parametre, der er nødvendige for at værdiansætte optioner, der indgår. Ligeledes er BS opstillet således, at parametrene netop påvirker værdien af optionen ud fra den overordnede tankegang,<sup>180</sup> fx medfører en højere aktiepris en stigning i optionens værdi, mens en højere aftalekurs vil medføre et fald i optionens værdi.

På trods af at Black og Scholes empiriske analyse i deres oprindelige artikel viste, at selvom optioner blev købt i markedet til en pris over formlens forudsigelser,<sup>181</sup> har det siden vist sig, at formlen præsterer godt.<sup>182</sup> BS' fleksibilitet, evne til at præstere samt dens umiddelbare anvendelighed har medført, at BS anses for standardmodellen til værdiansættelse af optioner, og den har haft stor indflydelse på de finansielle markeder.<sup>183</sup>

BS' anvendelighed kan herefter illustreres ved et eksempel. Parametrene sættes herefter til følgende;

- Aktieprisen = 200
- Aftalekursen = 200
- Volatiliteten for aktiekursen = 15 %
- Renten = 2 %
- Løbetid = 0,50 år

Når de ovenfor nævnte parametre er tilgængelig, er det herefter muligt at udregne optionens værdi ud fra følgende tre steps;<sup>184</sup>

*Step 1:*

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{\text{aktiepris}}{\text{aftalekurs}}\right) + \left(\text{rente} + \frac{\text{volatilitet}^2}{2}\right) * \text{løbetid}}{\text{volatilitet} * \sqrt{\text{løbetid}}}$$
$$= \frac{\ln\left(\frac{200}{200}\right) + \left(2\% + \frac{15\%^2}{2}\right) * 0,50}{15\% * \sqrt{0,50}} = 0,147$$

<sup>178</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finances. 558-559.

<sup>179</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 172.

<sup>180</sup> Se ovenfor under afsnit 5.1.

<sup>181</sup> Black, Fisher & Scholes, Myron; The pricing of options and Corporate Liabilities.

<sup>182</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 558.

<sup>183</sup> Ibid. s. 558.

<sup>184</sup> Ibid. s. 559.

$$d_2 = d_1 - \text{volatilitet} * \sqrt{\text{løbetid}} = 0,147 - 15 \% * \sqrt{0,50} = 0,041$$

Step 2:

$$N(d_1) = N(0,147) = 0,559$$

$$N(d_2) = N(0,041) = 0,516$$

Step 3:

$$\begin{aligned} \text{Værdi af option} &= \text{Aktiepris} * N(d_1) - \text{aftalekurs} * e^{-\text{rente} * \text{løbetid}} * N(d_2) \\ &= 200 * 0,559 - 200 * e^{-2\% * 0,50} * 0,516 = 9,45 \end{aligned}$$

BS værdiansætter optionen til 9,45, hvilket betyder, at der skal betales en præmie på DKK 9,45 for optionen. Udnyttes optionen, vil aftalekursen på DKK 200 pr. aktie tillige skulle betales.

Som allerede nævnt kan BS kun anvendes under en række forudsætninger, hvis realitet kan diskuteres. For det første er det en forudsætning, at volatilitet såvel som rente er konstant over hele perioden. Volatiliteten i BS relaterer sig til aktiekursen,<sup>185</sup> men kan mere generelt defineres som "(...) *et finansielt instruments eller en porteføljes udsving (eller standardafvigelse) på afkastet*".<sup>186</sup> Volatilitet udgøre således den usikkerhed, der er forbundet med aktiens kursudsving, hvorfor en høj volatilitet betyder større udsving i aktiekursen og dermed øget fluktuering.<sup>187</sup> Høj volatilitet er som udgangspunkt i optionsindehaverens favør, da det betyder, at aktiekursen kan stige væsentligt og dermed betyde en potentiel uendelige gevinst, mens et væsentligt fald i aktiekursen udelukkende vil medføre et begrænset tab.<sup>188</sup> På trods af at volatiliteten kan være konstant over en periode, vil denne periode typisk være forholdsvis kort, mens volatiliteten vil ændre sig over længere periode.<sup>189</sup> Jo længere løbetid optionen har, og dermed jo længere periode den samme volatilitet skal dække over, jo mindre virkelighedsnær bliver BS i relation til dette element. Det samme gør sig gældende for renten, som også kan argumenteres for at være nogenlunde konstant inden for en kort tidsperiode, men som normalt vil ændre sig over en længere periode. Ydermere må forudsætningerne omkring transaktionsomkostninger og efficiente markeder vurderes af være illusoriske, da der i forbindelse med køb og salg af ethvert aktiv, altid vil være transaktionsomkostninger forbundet hermed.

Forudsætningerne for BS er således til en vis grad svære at forene med virkeligheden. Ikke desto mindre er modellen simpel og performer godt, hvorfor den i vid udstrækning anvendes som standardmodellen for værdiansættelse af aktieoptioner.

#### 5.1.1.1 Black Scholes og anvendelighed

Med ovenstående blev BS analyseret, samtidig blev den umiddelbare anvendelig vurderet og illustreret gennem et eksempel. Spørgsmålet er herefter, om denne umiddelbare anvendelighed ligeledes gør

<sup>185</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s.172.

<sup>186</sup> Ibid s. 137.

<sup>187</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates s. 215-216.

<sup>188</sup> Ibid. s. 216. Se ligeledes SKM2016.103SR hvor også Skattestyrelsen anfører, at høj volatilitet er i optionsindehaverens favør, da optionsindehaveren udelukkende kan miste den begrænsede investering, mens en høj volatilitet kan medføre en stor gevinst. Den konkrete sag omhandlede en køberet mellem selskabets aktionærer. Se desuden definition af optioner i afsnit 3.2.

<sup>189</sup> Andersen, Jørgen J.; Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring s. 172.

sig gældende i det tilfælde, hvor BS anvendes til værdiansættelse af gevinstmulighed i en skatteretlig kontekst. Det må her vurderes, at modellens parametre særlig har betydning for vurderingen heraf.

Det bør indledningsvist nævnes, at det ikke er første gang, at økonomiske værdiansættelsesmodeller, som BS og BM, introduceres i en skatteretlig kontekst. Således foreligger der på området for medarbejderaktier/optioner/køberetter en omfangsrig praksis på værdiansættelse heraf.<sup>190</sup> Gennem årene har skattemyndighederne anvendt og godkendt en række forskellige værdiansættelsesmetoder til at beregne værdien af optioner, herunder Black Scholes, Monte Carlo simulation og binomialmodellen.<sup>191</sup> På baggrund heraf må det, som et forsigtigt udgangspunkt, vurderes, at det også i den konkrete situation vil være muligt at anvende BS til værdiansættelse af gevinstmuligheden. Det må dog vurderes nærmere taget den konkrete situation i betragtning, da det i afsnit 3.3 blev fundet, at gevinstmuligheden ikke er en egentlig option.

Som allerede nævnt er der i forbindelse med anvendelsen af A/B-modellen ofte tale om unoterede kapitalandele. Det klare udgangspunkt for BS er, at den anvendes på optioner, hvor det underliggende aktiv er en noteret kapitalandel. Netop dette forhold har stor betydning for modellens anvendelighed. Dette skyldes, at BS kræver, at aktiepris, aftalekurs, volatilitet, rente og løbetid er kendt. Flere af disse parametre medfører dog usikkerheder, når det underliggende aktiv (aktien) er unoteret. De enkelte parametre og deres betydning for anvendeligheden i den konkrete situation drøftes herefter nedenfor.

Det første parameter er prisen på aktien på aftaletidspunktet, og dermed på det tidspunkt hvor gevinstmuligheden overgår. Var der tale om en noteret aktie, ville det være muligt at aflæse denne værdi ud fra den konkrete dagskurs, men da det ikke er tilfældet, kan modellens anvendelighed allerede på dette parameter diskuteres. Rent skatteretligt er der godkendt værdiansættelsesmodeller til at fastsætte værdien af selskabet, samt værdien af den forlods udbytteret,<sup>192</sup> hvorfor det vil være muligt at fastsætte aktiens pris på tidspunktet for overdragelse, og dermed den pris der tillige kan indgå i BS. Som tidligere fundet vil det, i forbindelse med A/B-model, typisk være til nominal værdi, kurs 100, da selskabets øvrige værdi tillægges de kapitalandele, som holder den forlods udbytteret. Denne værdi udtrykker handelsværdien af kapitalandelen, forinden værdien af optionen er indregnet.

Det andet parameter i modellen er aftalekursen. Da der ikke foreligger en egentlig option, og aktien allerede er overgået, er det svært at argumentere for, at der findes en reel aftalekurs. På den ene side kan der argumenteres for, at aftalekursen kan sættes til samme kurs som aktiekursen, hvilket er set i andre sammenhænge, men modsat kan der argumenteres for, at der ikke er en aftalekurs, da købet allerede er sket. Dette parameter vanskeliggør således anvendeligheden af BS i den konkrete situation. Der kan argumenteres for at Skattestyrelsen ændring af begreb, men manglende ændring af sagsfremstilling og argumentation udfordrer anvendelsen.<sup>193</sup>

Det næste parameter er volatiliteten, der som nævnt udtrykker de udsving, der er i det underliggende aktivs værdi. Som nævnt er BS hovedsageligt anvendt på optioner, hvis underliggende aktiv er en noteret aktie. I en sådan situation er udgangspunktet, at det er muligt at beregne volatiliteten for aktien, idet der foreligger offentlige tilgængelige oplysninger for selskabet og dennes udvikling. Der er

---

<sup>190</sup> Se hertil eksempelvis TfS1999.832, SKM2002.540.LR, SKM2015.47SR og SKM2019.390.SR.

<sup>191</sup> Andersen, Anja, m.fl.; SR.2019.88 i afsnittet "Generelt om værdiansættelse af optioner".

<sup>192</sup> Se nærmere herom ovenfor i afsnit 2.2.

<sup>193</sup> Se nærmere herom i afsnit 3.1.

dog enkelte situationer, hvor det tillige kan være svært at beregne volatiliteten selv for noterede kapitalandele, hvis der eksempelvis er tale om nye selskaber. Netop fastlæggelse af volatiliteten har, i hvert fald historisk, haft betydning for anvendeligheden af BS til værdiansættelse af optioner i en skatteretlig kontekst. Således kunne BS ikke anvendes i TfS1995.197<sup>194</sup>, mens den var anvendelig i TfS1999.832, hvor der var tale om noterede kapitalandele, hvilket tillige blev bekræftet i SKM2002.540.LR. Således har Skatterådet (og tidligere Ligningsrådet) anerkendt udfordringen omkring volatilitet, hvorefter den som udgangspunkt kun er anvendelig, når der er tale om noterede kapitalandele.<sup>195</sup> Senere har Skatterådet udvidet anvendelsesområdet til også at gælde aktier i et selskab, hvis primære aktivitet er handel med noterede værdipapirer.<sup>196</sup> Der må argumenteres for, at i dette tilfælde, vil det være muligt at beregne en volatilitet for selskabet, på baggrund af volatiliteten for de noterede kapitalandele, der investeres i. Dette er dog sjældent tilfældet ved et generationsskifte med A/B-modellen, hvorfor det skaber udfordringer for beregningen af volatiliteten.

På baggrund heraf må anvendeligheden af BS, til værdiansættelse af gevinstmulighed, derfor betvivles. Det understøttes tillige af det faktum, at volatiliteten, selv i forbindelse med noterede kapitalandele, kan være svært at fastsætte, hvorfor usikkerheden for unoterede kapitalandele må vurderes større. Ligeledes påvirkes BS anvendelighed i forhold til volatilitet af det faktum, at modellen netop er følsom overfor ændringer i volatilitet.<sup>197</sup> Det betyder således, at selv mindre ændringer i volatiliteten kan påvirke det endelige resultat betydeligt. Følsomheden for dette parameter er illustreret nedenfor,<sup>198</sup>

Anvendt volatilitet	Værdien af optionen (DKK) beregnet med Black Scholes	Procentvis ændring i optionsværdien
15 %	9,45	
25 %	15,03	59 %
35 %	20,61	37 %
45 %	26,16	27 %
55 %	31,69	21 %
65 %	37,17	17 %
75 %	42,62	15 %

Tabel 5.1 [Kilde; Egen tilvirkning]

Som det fremgår af ovenstående tabel, er modellen meget følsom overfor ændringer i volatiliteten. En ændring i volatiliteten fra 15 % til 25 % medfører en procentvis ændring på 59 % i prisen på optionen, når de andre parametre holdes konstante. Tabellen understreger således vigtigheden af, at volatiliteten fastslås med så høj sikkerhed som muligt.

På baggrund af den usikkerhed der er forbundet med fastsættelse af volatiliteten i selskaber, der ikke er noterede, og ikke har som formål at investere i noterede kapitalandele, samt volatilitetens følsomhed, må det i relation til netop dette parameter vurderes at være uhensigtsmæssigt at anvende BS. Som tidligere nævnt, er det væsentligste i forbindelse med værdiansættelse i skatteretlig henseende

<sup>194</sup> Ved TfS1995.242 er der tilføjet en manglende linje til afgørelsen.

<sup>195</sup> SKM2002.540.LR.

<sup>196</sup> Se hertil blandt andet SKM2016.103.SR.

<sup>197</sup> Andersen, Anja, m.fl.; SR.2019.88 i afsnittet "Afgrænsningen af formlens anvendelsesområde – volatiliteten".

<sup>198</sup> Der tages udgangspunkt i de samme tal som anvendt i eksemplet i afsnit 5.1.1. Der ændres udelukkende i volatiliteten.

at fastsætte handelsværdien. Når parametre i modellen hertil er usikre, vil realiteten af skønnet over handelsværdien mindske. Der kan dog argumenteres for, at i det tilfælde hvor det selskab, der skal generationsskiftes, kan sammenlignes med en række andre selskaber, der er noterede, vil det være muligt ud fra denne gruppe at fastlægge et volatilitetsniveau. Såfremt dette skal være muligt, kræver det dog, at der findes en række sammenlignelige noterede selskaber, der kan anvendes til en såkaldt peer group.<sup>199</sup> Selvom det kan være med til at løse problemet omkring volatilitet, opstår der dog nye usikkerheder, idet det skal afgøres, hvorvidt selskaberne reelt er sammenlignelige. Det må derfor, samlet for volatilitet, vurderes, at den udgør en klar udfordring for modellens anvendelighed til værdiansættelse af gevinstmulighed.<sup>200</sup>

Parameteret løbetid har også væsentlig betydning for udfaldet af BS. Således er modellen, ligesom for volatilitet, også meget følsom overfor ændringer i løbetiden.<sup>201</sup> Også her må der argumenteres for, at anvendeligheden udfordres. Løbetiden er i sit udgangspunkt den tid, der er fra optionen tildeles, og til den kan udnyttes. Som nævnt er der i den konkrete situation ved A/B-modellen allerede sket overgang af kapitalandelene, og der er ikke en egentlig løbetid for optionen. Dette forekommer problematisk, såfremt skattemyndighederne har i sinde at anvende BS i sin oprindelige form. En mulighed kunne være at anvende den tid, det må forventes, at udbytteudlodningen fordeler sig over, og således tiden fra overdragelse af kapitalandele til den forlods udbytteret inklusive indeksering er fuldt udbetalt. Problemet er, at selskabet udelukkende kan spå om fremtiden baseret på dens nuværende viden, og ligeledes efter selskabsretlige regler ikke er i stand til at udbetale mere end hvad, der er forsvarligt henset til selskabets drift jf. SEL § 179, stk. 2. Således vil et bud på udbetalingen hurtigt kunne forrykkes, og dermed fejlberegnes gevinstmulighedens værdi ved brug af BS.

Som udgangspunkt er renten, som et af de eneste parametre i modellen objektiv,<sup>202</sup> og dermed må netop dette parameter kunne anvendes med sikkerhed på trods af, at situationen ved gevinstmulighed og option er forskellige. Dette udgangspunkt må dog også udfordres. Som allerede nævnt er der, i den almindelige anvendelse, diskussion om hvilken rente, der skal anvendes, men udfordringen i nærværende opstår hovedsageligt i forhold til løbetiden. Ved anvendelse af BS er det generelle udgangspunkt, at løbetid og renten påvirker hinanden. Er løbetiden 7 år, anvendes der en rente for fx en 7-årig statsobligation. Når løbetiden bliver usikker, og renten afhænger heraf, bliver dette parameter også påvirket, og sikkerheden for parameteret mindske.

På baggrund af ovenstående vurdering og diskussion af de enkelte parametre er det tydeligt, at der er udfordringer forbundet med at anvende BS i den konkrete skatteretlige kontekst. En række af parametrene bliver således behæftet med en betydelig usikkerhed, når modellen for det første anvendes på unoterede kapitalandele og det faktum, at der ikke er tale om en egentlig option. Som fundet i afsnit 3.3 har gevinstmulighed nogle af de samme karaktertræk, men den enkelte funktion af gevinstmulighed og option er væsentlig forskellige, hvilket medfører, at en række af parametrene ganske enkelt ikke eksisterer ved gevinstmulighed. Skattestyrelsens anbefaling af BS til værdiansættelse bærer i høj grad præg af, at sagsfremstillingen for optionen fastholdes på trods af, at gevinstmulighed ikke er en egentlig option, hvilket ses ved ovenstående vurdering.

---

<sup>199</sup> Andersen, Anja, m.fl.; SR.2019.88 i afsnittet "Afgrænsningen af formlens anvendelsesområde – volatiliteten".

<sup>200</sup> Det bemærkes at Skatterådet i SKM2019.390.SR har fundet at Black Scholes kunne anvendes til værdiansættelse af tegningsretter, som blev tildelt nøglemedarbejdere i et incitamentsprogram, på trods af at aktierne ikke var børsnoteret og at selskabet ej heller havde som hovedaktivitet at investere i børsnoterede værdipapirer. Volatiliteten blev i det konkrete tilfælde fastsat ud fra opgørelser fra sammenlignelige brancher og Damodarans industriopgørelser blev anvendt.

<sup>201</sup> Kristensen, Henrik. T; RR.2003.05.53 i afsnittet "Forventet løbetid".

<sup>202</sup> Kristensen, Henrik. T; RR.2003.05.53 i afsnit 2, "Input til Black-Scholes modellen".



### 5.1.2 Binomialmodellen

BM er tillige en af de modeller Skattestyrelsen foreslår i henholdsvis SKM2019.30.SR og SKM2019.371.SR. Forskellen på henholdsvis BS og BM ligger hovedsageligt i, at mens BS er kendetegnet ved en kontinuerlig proces med et uendeligt antal perioder,<sup>203</sup> inddeles løbetiden i BM i et på forhånd fastsat antal subperioder. I slutningen af hver periode kan den underliggende aktie enten stige eller falde.<sup>204</sup> BM tager således sit udgangspunkt i binomial-træer.<sup>205</sup> BM er blevet diskuteret og udviklet gennem en række bidrag,<sup>206</sup> hvor særligt artiklen ”*Option Pricing: A simplified approach*” af John C. Cox, Stephen A. Ross og Mark Rubenstein (1979) var med til at formalisere modellen og har derfor haft stor betydning.<sup>207</sup> BM er tillige en hyppigt anvendt model til værdiansættelse af optioner.<sup>208</sup>

Som allerede nævnt bygger BM på en antagelse om, at prisen på aktien efter periodens udløb enten kan være gået op eller ned. På baggrund heraf kan man regne tilbage og finde værdien af optionen.<sup>209</sup> Antages det, at der kun er en periode, som dermed udgør optionens fulde løbetid, kaldes det for en one-step model.<sup>210</sup> Den ene periode er udgangspunktet for BM, som kan udvides til en række subperioder.<sup>211</sup> For at nå frem til en realistisk værdi af optionen, er det nødvendigt at inddele løbetiden i en række subperioder, da det ikke er realistisk at antage, at der kun er to mulige udfald i prisen for aktien efter udløbet af perioden.<sup>212</sup> Dette understreger ligeledes en begrænsning ved BM, da den som udgangspunkt kun nærmer sig en realistisk værdi, når løbetiden opdeles i en række subperioder.<sup>213</sup> Derudover er den simpel, idet aktien udelukkende kan tage en af to værdier. Modsat er dette også en af styrkerne ved BM. Ved BS fremkommer udelukkende én værdi af optionen på tidspunkt 0, hvor det ved BM er muligt at følge optionens værdi i de forskellige subperioder. Dette er især anvendeligt ved amerikanske optioner, der kan udnyttes i hele perioden.<sup>214</sup>

BM kan anvendes til både call-og put optioner, og ligeledes europæiske som amerikanske optioner, både udbyttebetalende og ikke udbyttebetalende.<sup>215</sup> Dette er tillige en af styrkerne ved BM, at den kan anvendes i flere situationer.

BM's udregninger kan foretages baseret på to forskellige udgangspunkter, enten replicating portfolio<sup>216</sup> eller risk neutral valuation,<sup>217</sup> som dog begge giver samme resultat i forhold til værdien af optionen.<sup>218</sup> Ikke desto mindre er den risikoneutrale metode den mest anvendte i praksis, hvorfor

---

<sup>203</sup> Se mere herom ovenfor i afsnit 5.1.1.

<sup>204</sup> Johnson, R. S.; Derivatives marked and analysis s. 439.

<sup>205</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition). 194.

<sup>206</sup> Johnson, R. S.; Derivatives marked and analysis s. 439.

<sup>207</sup> Johnson, R. S.; Derivatives marked and analysis s. 439 og Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition), s. 194.

<sup>208</sup> Johnson, R. S.; Derivatives marked and analysis s. 439.

<sup>209</sup> Når andre variable er kendt og udregnet.

<sup>210</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates (International Edition) s. 194.

<sup>211</sup> Ibid. s. 194.

<sup>212</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 552.

<sup>213</sup> Ibid. s. 552.

<sup>214</sup> Hargrave, Marshall; Binomial Option Pricing Model.

<sup>215</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 564.

<sup>216</sup> Ibid. s. 549.

<sup>217</sup> Ibid. s. 549.

<sup>218</sup> Se hertil eksemplet i Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 549-550 der med begge metoder når frem til en optionsværdi på \$ 61.22.

denne metode anvendes i afhandlingen. Ved denne metode beregnes det forventede afkast af den underliggende aktie ud fra en risikofri rente, der bygger på en antagelse om, at alle investorer er indifferente i forhold til risiko.<sup>219</sup> Under denne antagelse vil det forventede afkast af aktien svare til den risikofri rente, som der foretages tilbagediskontering med.<sup>220</sup> I realiteten vil investorer ikke være indifferente, og de vil således generelt kræve et højere afkast end den risikofri rente for de fleste aktier, da risikoen er større.<sup>221</sup> Som med BS bygger BM på en forudsætning om, at kursen på det underliggende aktiv (aktien) følger en tilfældig udvikling (random walk).<sup>222</sup>

Værdien af en call-option på ”udstedelsestidspunktet” (periode 0) kan herefter beregnes som følgende;<sup>223</sup>

$$\text{Værdi af call option} = \frac{\text{Forventet fremtidig værdi af option}}{1 + \text{renten}}$$

Hvor den forventede fremtidige værdi af optionen kan beregnes som;

$$\begin{aligned} \text{Forventet værdi af call option} \\ = [\text{Sandsynlighed for at prisen stiger} * \text{upside værdi}] \\ + [(1 - \text{sandsynligheden for a prisen stige}) * \text{downside værdi}] \end{aligned}$$

Hvor sandsynligheden for at prisen på aktien stiger kan beregnes som følgende;

$$\text{Sandsynlighed for at prisen på aktien stiger} = \frac{\text{rente} - \text{downside ændring}}{\text{upside ændring} - \text{downside ændring}}$$

Hvor henholdsvis upside ændring og downside ændring kan beregnes som følgende;<sup>224</sup>

$$1 + \text{upside ændring} = u = e^{\sigma\sqrt{h}}$$

$$1 + \text{downside ændring} = d = 1/u$$

Hvor;

- e = den naturlige logaritme (2,718)
- $\sigma$  = Standardafvigelsen på aktiens afkast (volatilitet)
- h = Interval som en del af et år

Standardafvigelsen udtrykker de udsving, der er i prisen på den underliggende aktie og er dermed reelt aktiens volatilitet. Standardafvigelsen/volatiliteten kan herefter beregnes som følgende;

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

<sup>219</sup> Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 550.

<sup>220</sup> Ibid. s. 550.

<sup>221</sup> Ibid. s. 550.

<sup>222</sup> Hull, John C.; Options, Futures and other Derivates, s. 253.

<sup>223</sup> Følgende formler er baseret på Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 550-552.

<sup>224</sup> Formlerne er baseret på Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 556.

Som det fremgår af de ovenstående formler, kræves det, for at beregne upside ændring/ $u$ , at standardafvigelsen er kendt, mens det for beregning af standardafvigelsen kræves, at  $u$  er kendt. Det betyder herefter, at der for at anvende BM, må foretages en antagelse om enten  $u$  eller standardafvigelsen.<sup>225</sup> Standardafvigelsen udtrykker, som nævnt, volatiliteten på den underliggende aktie og dermed udsving, hvorfor det er mest nærliggende at antage denne, som det også er tilfældet i BS. Volatiliteten kan findes for noterede kapitalandele, og i et vidst omfang for unoterede, når der findes sammenlignelige selskaber.<sup>226</sup> På baggrund heraf fastsættes en volatilitet/standardafvigelse, hvorefter det er muligt at udregne henholdsvis upside ændring,  $u$ , og downside ændring,  $d$ .

Med ovenstående formler ses det ligeledes, at BM består af to steps. Der foretages først en udregning af aktiens fremtidige værdi, som illustreres i BMs aktiepristræ. På baggrund heraf opstilles et optionspristræ, som viser hvad optionen er værd i de forskellige perioder.

BM og dens anvendelse illustreres herefter ved et eksempel nedenfor. Der tages udgangspunkt i en ikke udbyttebetalende call-option. Parametrene sættes til følgende;

- Aktieprisen = 200
- Aftalekursen = 200
- Volatiliteten for aktiekursen (standardafvigelsen) = 15 %
- Renten = 2 % for 6 måneder
- Løbetid = 6 måneder
- Perioder som en del af året = 0,25 (3 måneder)

Da perioden sættes til 3 måneder, betyder det også, at det bliver en såkaldt two-step BM, da den har to perioder. Dette er valgt for overskuelighedens skyld. Som allerede nævnt mindskes realiteten af modellen, når der er få perioder, mens det mest realistiske resultat opnås ved flere subperioder. Med ovenstående parametre er det muligt at udregne henholdsvis  $u$  og  $d$ , hvorefter det er muligt at opstille aktiepristræet.

$$1 + \text{upside ændring} = u = e^{\sigma\sqrt{h}} = e^{0,15\sqrt{0,25}} = 1,0779$$

På baggrund af ovenstående kan det således udledes, at prisen på det underliggende aktiv vil stige med 7,79 % i hver periode. Herefter er det muligt at udregne downside ændring.

$$1 + \text{downside ændring} = d = \frac{1}{u} = \frac{1}{1,0779} = 0,9277$$

På baggrund af ovenstående kan det således udledes, at prisen på det underliggende aktiv vil falde med 7,23 %. Samlet set vil prisen på det underliggende aktiv, ved udløbet af hver periode, enten stige med 7,79 % eller falde med 7,23 %.

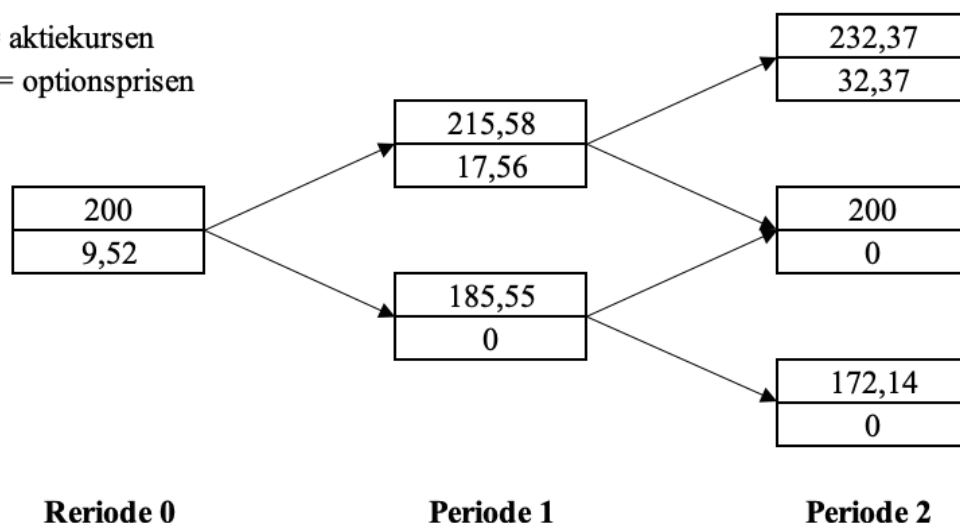
Med disse oplysninger er det herefter muligt at opstille aktiepristræet, som er vist i figur 5.1, hvorefter prisen i hver enkel periode beregnes som prisen på aktien ganget med henholdsvis  $u$  eller  $d$ .

---

<sup>225</sup> Ibid. s. 556, fodnote 8.

<sup>226</sup> Se afsnit 5.1.1.1.

Øvre værdi = aktiekursen  
 Nedre værdi = optionsprisen



Figur 5.1 [Kilde; Egen tilvirkning]

Ud fra aktiepristræet er det muligt at foretage de øvrige beregninger og på baggrund heraf opstille optionspristræet. I den forbindelse er det væsentligt at understrege, at en call-option ingen værdi har, såfremt aktiekursen, på tidspunktet hvor optionen kan udnyttes, ligger under aftalekursen. I dette tilfælde vil det være mere fordelagtigt at købe aktien direkte i markedet. I nærværende eksempel er der en aftalekurs på 200, hvilket betyder, at i det tilfælde, hvor kursen på aktien i periode 2 er henholdsvis DKK 200 og 172,14, vil optionens værdi være DKK 0. Det er således muligt at opstille værdien af optionen for disse punkter uden yderligere beregning.<sup>227</sup> Tilsvarende er det muligt at beregne optionens værdi for periode 2, hvor prisen på aktien i begge perioder er steget, hvorefter optionens værdi vil være DKK 32,37.

For at fastsætte optionens værdi i de øvrige tilfælde er det nødvendigt at beregne sandsynligheden for, at kursen stiger, henholdsvis falder. Renten for 1 periode er herefter 1 %, når renten for 2 perioder udgør 2 %.

$$\begin{aligned} \text{Sandsynlighed for at prisen på aktien stiger} &= \frac{\text{rente} - \text{downside ændring}}{\text{upside ændring} - \text{downside ændring}} \\ &= \frac{0,01 - (-0,0723)}{0,0779 - (-0,0723)} = 0,548 \end{aligned}$$

Med ovenstående betyder det herefter, at der er 54,8 % sandsynlighed for, at prisen på aktien stiger med 7,79 %, mens der er 45,2 % sandsynlighed for, at prisen på aktien falder med 7,23 %. Med denne information er det herefter muligt at beregne den forventede værdi af optionen ved udløbet af periode 2 med følgende formel;

$$\begin{aligned} \text{Forventet værdi af call option} &= [\text{Sandsynlighed for at prisen stiger} * \text{upside værdi}] \\ &+ [(1 - \text{sandsynligheden for a prisen stige}) * \text{downside værdi}] \\ &= [0,548 * 32,37] + [0,452 * 0] = 17,73 \end{aligned}$$

<sup>227</sup> Se hertil Brealey, Richard A. m.fl.; Principles of Corporate Finance s. 554.

Den forventede værdi af optionen ved udløbet af periode 2 er DKK 17,73. Med denne kan værdien af optionen ved udløbet af periode 1 beregnes, ved at dele med renten for 1 periode og således  $17,73/1,01=17,56$ . Dette er optionens værdi i periode 1, hvor forventningen til fremtiden er, at aktien enten kan falde til 200 eller stige til 232,37. Hvis aktiekursen i periode 1 er faldet og er under aftalekursen, vil optionens værdi være DKK 0 allerede på dette tidspunkt. Dette skyldes, at selv hvis aktien stiger efterfølgende, vil optionens værdi være DKK 0 i periode 2.<sup>228</sup>

Den eneste værdi, der mangler for at kunne opstille optionspristræet, er værdien af optionen for periode 0. For at udregne denne anvendes følgende;

*Forventet værdi af call option*

$$\begin{aligned} &= [\text{Sandsynlighed for at prisen stiger} * \text{upside værdi}] \\ &+ [(1 - \text{sandsynligheden for a prisen stige}) * \text{downside værdi}] \\ &= [0,548 * 17,56] + [0,452 * 0] = 9,62 \end{aligned}$$

$$\text{Værdi af call option} = \frac{\text{Forventet fremtidig værdi af option}}{1 + \text{renten}} = \frac{9,62}{1,01} = 9,52$$

BM værdiansætter optionen til 9,52. Det er herefter muligt at opstille optionspristræet, som tillige er illustreret i figur 5.1, hvilket giver mulighed for at følge optionens værdi i de forskellige perioder.

Fremgangsmåden kan følges for et langt højere antal af subperioder og vil som nævnt være fordelagtigt. På trods af at modellen kan synes matematisk tung, skyldes dette, at modellen er beregnet ”i hånden” for at illustrere formlerne bag modellen. Der findes dog en række elektroniske redskaber, som gør modellen mere anvendelig også med mange subperioder.

#### 5.1.2.1 Binomialmodellen og anvendelighed

BM har tillige været anvendt og anerkendt i en skatteretlige kontekst,<sup>229</sup> hvorfor et spinkelt udgangspunkt også her må være, at BM kan anvendes i til at værdiansætte gevinstmulighed. På baggrund af den konkrete situation må dette også her vurderes yderligere, hvilket tillige sker på baggrund af de enkelte parametre, der anvendes til værdiansættelse gennem BM.

På baggrund af analysen af henholdsvis BS i afsnit 5.1.1 samt BM i afsnit 5.1.2 kan det konkluderes, at modellerne, på trods af deres forskellige tilgang, anvender en række af de samme parametre til at foretage værdiansættelse af optionens værdi/pris på tidspunkt 0. Som følge heraf bør det indledningsvist nævnes, at dette forhold medfører at de udfordringer, der blev gjort gældende i forhold til BS’ anvendelighed til værdiansættelse af gevinstmulighed, ligeledes gør sig gældende for anvendeligheden af BM i samme situation.

Først og fremmest anvender BM aktiekursen og aftalekursen til brug for værdiansættelse af optionen, og spiller særligt en rolle i forhold til aktiepristræet og optionspristræet. Som følge af at selskabet ikke er noteret, vil en egentlig aktiekurs på tidspunktet for generationsskifte ikke kunne fastsættes ved en aflæsning i markedet. Aktiekursen på periode 0 vil således være usikker og medfører en usikkerhed i forhold til den aktiekurs, som BM fastsætter ved henholdsvis upside og downside ændring efter udløbet af hver periode. Som allerede nævnt findes der dog skatteretlig anerkendte metode til

<sup>228</sup> Ibid. s. 555.

<sup>229</sup> Se hertil eksempelvis SKM2010.395.SR.

værdiansættelse af selskabet, herunder goodwill-cirkulærene, som har stor praktisk betydning, hvorfor der kan tages udgangspunkt heri. I forhold til aftalekursen opstår der også her samme problemer, idet aktien allerede er købt, og der derfor ikke foreligger en egentlig aftalekurs, da det underliggende aktiv allerede overgår fra periode 0. Med samme argumentation som afsnit 5.1.1.1 vanskeliggør det således brugen af BM. Som allerede nævnt kan der argumenteres for, at en aftalekurs svarende til aktiekursen på periode 0, kan udgøre en tilnærmelsesvis retvisende "aftalekurs".

Volatiliteten har også betydning i BM og kan enten antages eller udregnes, såfremt henholdsvis upside og downside ændring i stedet antages. I afsnit 5.1.2 blev det valgt, at volatiliteten antages, og også her opstår der samme problematikker som med BS.<sup>230</sup> Det betyder herefter, at volatiliteten vil være svær at fastsætte, da selskabet ikke er noteret. Et tilnærmelsesvis retvisende grundlag vil udelukkende kunne opnås, såfremt selskabet er sammenlignelig med en række selskaber, der er noteret. Som nævnt indgår volatilitet ligeledes som et parameter i BM, hvorfor det herefter er interessant at analysere, hvorvidt den ligesom BS er ekstra følsom overfor ændringer heri. Der tages udgangspunkt i de samme værdier som anvendt i eksemplet i 5.1.2, hvorfor blot volatiliteten ændres.

Anvendt volatilitet	Værdien af optionen (DKK) beregnet med Binomialmodellen	Procentvis ændring i optionsværdien
15 %	9,52	
25 %	14,41	51 %
35 %	19,31	34 %
45 %	24,2	25 %
55 %	29,06	20 %
65 %	33,9	17 %
75 %	38,7	14 %

Tabel 5.2 [Kilde; Egen tilvirkning]

Sammenholdes tabel 5.2 med tabel 5.1 ses det, at BM synes at være mindre følsom overfor ændringer i volatiliteten. Der kan herefter argumenteres for, at BM på den baggrund er mere anvendelig i en situation, hvor volatiliteten er svær at fastsætte korrekt. Modsat må der også argumenteres for, at der forsat er en betydelig følsomhed i forhold til parameteret volatilitet også for BM, som ovenstående tabel viser.

Løbetid og rente er parametre som tillige indgår i BM, og der opstår hertil de samme udfordringer. Da der ikke foreligger en egentlig option, vil der ikke være en egentlig løbetid, og fastsættelsen heraf vil således være behæftet med betydelige usikkerhed. Dette påvirker herefter den risikofri-rente, da denne, som udgangspunkt, fastsættes i overensstemmelse med løbetiden.

På baggrund af ovenstående vurdering, foreligger der således tydelige udfordringer forbundet med at anvende BM i den konkrete skatteretlige kontekst. Dette skyldes, at væsentlige parametre i BM, er behæftet med en betydelige usikkerhed, som følge af, at der ikke ved gevinstmulighed er tale om en egentlig option, men derimod en overdragelse af aktier, der på visse punkter har samme karaktertræk som optionen. Skattestyrelsens anbefaling af BM bærer præg af, at Skattestyrelsen i første omgang har vurderet, at der forelå en egentlig option.

<sup>230</sup> Det må dog vurderes, at det alt andet lige er mere retvisende at antage en volatilitet end at antage/fastsette upside og downside ændring.

## 5.2 Usikkerhed ved værdiansættelsen – alternativ model?

Med afsnit 5.1 blev det, ud fra en analyse af henholdsvis BS og BM samt en efterfølgende vurdering, fundet, at en række af parametrene i de to modeller er behæftet med en høj grad af usikkerhed, såfremt modellerne anvendes i deres originale form til at værdiansætte gevinstmuligheden. Baggrunden herfor er hovedsageligt, at selskaberne ikke er noterede, hvilket medfører at en række data ikke er tilgængelige, samt det faktum at der ikke er tale om en egentlig option.<sup>231</sup> Fastholdes Skattestyrelsens forslag, vil det derfor være nødvendigt at skønne over en række af parametrene i henholdsvis BS og BM, førend de kan anvendes i deres originale form. Denne væsentlige usikkerhed synes ikke at være forenelig med det egentlig skatteretlige formål, i forhold til at opgøre handelsværdien korrekt. Den skønspregede tilgang vil tillige udfordre retssikkerheden, og skatteyder vil have svært ved at forudsige sin retstilling, samt tilbagevise Skattestyrelsens skøn.<sup>232</sup> Dette skyldes, at det er op til skatteyder at bevise, at skønnet er foretaget på et forkert grundlag eller er åbenbart urimeligt jf. blandt andet SKM2018.41.HR samt SKM2019.402.BR.<sup>233</sup> Ydermere synes det ikke at stemme overens med praksis for brug af henholdsvis BS og BM i skatteretlige kontekst såfremt modellerne anvendes, hvor der hverken direkte eller indirekte er tale om noterede kapitalandelene.<sup>234</sup>

Som tidligere nævnt foreligger der, på trods af at praksisændringen blev varslet i juli 2019, intet nyt omkring styresignalet. Dette kan skyldes, at skattemyndighederne tillige har fundet udfordringer forbundet med anvendelsen af de foreslåede værdiansættelsesmodeller. SKM2019.577.SR synes også at indikere, at det ikke er muligt at anvendte teorierne uden ændringer, idet det anføres at prissætningen kan ske ”med udgangspunkt i optionsteorien”.<sup>235</sup>

Fastholder Skattestyrelsen tankegangen om værdiansættelse af gevinstmulighed, må det således på baggrund af ovenstående anbefales, at Skattestyrelsen forholder sig til de foreslåede værdiansættelsesmodeller og deres anvendelighed i den konkrete situation. Ønsker Skattestyrelsen at fastholde de to værdiansættelsesmodeller, må de tilpasses. En sådan tilpasning kan eksempelvis ske ved, at der findes alternative metoder til at fastlægge de enkelte parametre i modellerne, som grundet ”mangelende” notering ikke er tilgængeligt for selskabet. Skattestyrelsen kan her indhente inspiration i forhold til værdiansættelse af ikke noterede aktier i regnskabsmæssig sammenhæng.<sup>236</sup> Det må dog her påpeges, at på trods af at parametrene tilpasses således, at fx volatilitet findes på alternativ og objektiv vis, vil der forsat være udfordringer i forhold til fx løbetid og aftalekurs, da der ikke er tale om en egentlig option.

En anden mulighed vil være at udvikle en model egnet til formålet i skatteretlig kontekst, som netop tager højde for, at der udelukkende er tale om en rettighed, der ligner en option, men ikke er en egentlig option. En sådan model vil således netop være udviklet til at fastsætte den konkrete rettighed, gevinstmuligheden. Det er tidligere set, at der er udviklet konkrete værdiansættelsesmodeller til brug

---

<sup>231</sup> Se hertil afsnit 3.2 og 3.3.

<sup>232</sup> Se hertil Michael Serup i SR.2019.295 note 9, som tillige er kritisk overfor denne skønspregede tilgang. Hen på peger desuden at et kommende styresignal, herunder værdiansættelsesmodeller, netop må have fokus på retssikkerheden.

<sup>233</sup> Bevisbyrden blev dog konkrete løftet i SKM2019.402BR, hvor byretten fandt at skattemyndighedernes skøn havde ført til et åbenbart urimeligt resultat.

<sup>234</sup> Med mindre der findes et konkret sammenligneligt grundlag. Se nærmere herom i afsnit 5.1.1.1 og 5.1.2.1.

<sup>235</sup> SKM2019.577.SR s. 4, venstre spalte.

<sup>236</sup> Se hertil Cron, William R. & Hayes, Randall B.; Valuation of Stock Options of Non-publicly Traded companies. I artiklen forsøger de at anvende Black Scholes til værdiansættelse af optioner hvis underliggende aktiv er aktier, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked. Black Scholes anvendes ud fra sin almindelige formel, mens de enkelte parametre som volatilitet og aktiekurs findes på alternativ vis, ved at kombinere offentlig tilgængelige data samt virksomhedsspecifik data fra årsrapporten.

for en skatteretlig værdiansættelse af optioner, hvor det ikke har været muligt anvende alment anerkendte modeller som BS og BM. Den såkaldte Ligningsrådet formel<sup>237</sup> er et eksempel herpå. Såfremt der udvikles en ny formel/model til værdiansættelse af gevinstmulighed, er det naturligvis en forudsætning, at modellen bygger på et økonomisk rationale og ligeledes tager højde for retssikkerhed og konkrete forudsigelige værdier.<sup>238</sup> Ligeledes bør modellen være nem at tilgå, således der ikke påføres en række yderligere omkostninger.

På baggrund af ovenstående må det således vurderes, at der er udfordringer forbundet med at værdiansætte gevinstmuligheden. På trods af, at der ikke umiddelbart er noget til hinder for at gevinstmuligheden indregnes i handelsværdien, bør det alligevel overvejes, om der ikke kan tages højde for den asymmetriske risiko ved rente og risikotillæg. Herved undgås en usikker og umiddelbar skønspregt værdiansættelse af gevinstmuligheden.

## Kapitel 6 – Sammenfatning

Det blev ved brug af den retsdogmatiske metode analyseret, at det er muligt at lette finansieringsbehovet og skatten ved et generationsskifte ved at gøre brug af den gennem praksis skabte og anerkendte generationsskiftemodel A/B-modellen, som introduceret i SKM2003.66.LR. A/B-modellen anvendes ofte mellem interesseforbundne parter, hvorfor værdiansættelse til handelsværdi kan udgøre en udfordring. Fastsættelse af selskabets handelsværdi kan ske enten ved brug af cirkulærene for unoterede kapitalandele og goodwill, eller ved brug af mere alment kendte modeller som DCF-modellen. Værdiansættelsen af selskabet i sin helhed er central for A/B-modellen, da den yder indflydelse på den forlods udbyttet og derved værdien af kapitalandelene.

Forinden generationsskiftet og igangsættelsen af selve A/B-modellen kan det overvejes, om selskabet indgår i en optimal struktur. Herefter kan det på baggrund af den analyserede praksis konkluderes, at A/B-modellen følger en forholdsvis generel køreplan. Først og fremmest foretages en vedtægtsændring, hvor der sker en opdeling af selskabskapitalen. Herved tillægges A-andelene en forlodsret til udbytte, mens B-andelene må tåle denne. Det er væsentligt, at vedtægtsændringen ikke medfører, at kapitalandelene skal anses for afstået, idet dette vil udløse realisationsbeskatning for senior, og fordelene ved A/B-modellen vil gå tabt. Det kan herefter konkluderes, at vedtægtsændringen ikke medfører afståelse i skatteretlig henseende, medmindre kapitalandelen tildeles et væsentligt andet indhold, og der sker formueforskydning. Formueforskydning kan pr. definition ikke opstå, når der kun er én kapitalejer i selskabet. Dernæst kan det konkluderes, at værdien af den forlods udbyttet fastsættes efter formlen, som første gang blev anvendt i SKM2004.416.LR. Her har det betydning, at selskabets værdi i sin helhed er opgjort korrekt, da denne indgår i formlen. Når den forlods udbyttet tildeles A-andelene, vil det medføre, at merværdien af selskabet udelukkende tilfalder denne kapitalklasse, hvorfor B-andelene ikke indeholder en merværdi, og typisk vil kunne opgøres til kurs 100. Finansieringen af kapitalandelene sker således indirekte ved selskabets midler. Den forlods udbyttet skal efter praksis forrentes med en rente og eventuelt et risikotillæg, som fastsættes under hensynstagen til den konkrete situation. Dette sikrer, at generation senior kompenseres for at stille kapitalen til rådighed, og der herved ikke opstår formueforskydning, på trods af at B-andelene overdrages/tegnes

---

<sup>237</sup>  $F=H*L*R/100$ , hvor H udgør handelsværdien på det underliggende aktiv/aktien, L er løbetiden, R er den alternative finansieringsrente mens F er optionens værdi i % af aktiens akutte handelsværdi, se hertil TfS1995.197.LR og D.J.V. C.A.5.17.2.4.

<sup>238</sup> Michael Serup anfører i SR.2019.295 note 9, at formlen ligeledes skal tage højde for, at A/B-modellen er et finansieringsinstrument, og at den herefter må afspejle at jo højere indekseringsrenten er, jo lavere vil optionsværdien, alt andet lige, være.



til kurs 100. Det er herefter væsentligt, at forrentningen afspejler, hvad en uafhængig investor ville kræve for at stille kapitalen til rådighed. Med A/B-modellen opnås en fordelagtig finansiering og en tidsmæssige forskydning af skatter og afgifter, hvorved generationsskiftet kan gennemføres uden at belaste selskabets likviditet unødigt.

Det kan med afhandlingen konkluderes, at den ellers faste praksis for A/B-modeller ændres med SKM2019.371.SR og det forestående styresignal. Med styresignalet er der varslet en praksisændring, hvorefter værdien gevinstmulighed fremover skal indgå i værdiansættelse af kapitalandelene, da det ellers vil medføre en formueforskydning. På baggrund af analysen af Skattestyrelsens argumentation må det konkluderes, at gevinstmuligheden udgøres af en asymmetrisk mulighed for gevinst og tab mellem kapitalklasserne, idet generation senior påtager sig en risiko ved at lade sig betale gennem den forlodsret til udbytte, mens generation junior udelukkende kan miste den begrænsede investering. Det kan konkluderes, at kompensation for denne gevinstmulighed ikke kan ske gennem forrentning og risikotillæg på trods af tidligere praksis for A/B-modellen. Dette skyldes, at Skattestyrelsen på den ene side anerkender, at rente og risikotillæg er markedskonformt, men samtidig anfører en manglende kompensation og dermed en manglende iagttagelse af tredjemandsvilkår. Det blev herefter fundet, at Skattestyrelsens fastholdelse af en yderligere kompensation er begrundet i sagsfremstillingen, hvorved gevinstmuligheden i første omgang blev anset for en option, som pr. definition har en værdi. Det kan herefter konkluderes, at den asymmetrisk risiko for gevinst og tab, er et kendetegn for både gevinstmulighed og optioner, mens begreberne adskiller sig, da gevinstmuligheden ikke rummer en køberet.

Det kan konkluderes, at Skattestyrelsen er af den opfattelse, at gevinstmuligheden eksisterer ved den blotte konstruktion af A/B-modellen. Dette vurderes problematisk henset til indholdet af gevinstmulighed. Først og fremmest skal der være en chance for, at generation junior kan opnå gevinst, hvilket kræver, at selskabet leverer et overnormalt afkast, da selve værdiansættelsen og forrentningen er fastsat ud fra et normalafkast. Dernæst kræves det at generation senior påtager sig en risiko, og der derved opstår en asymmetri mellem kapitalklasserne. Påtager senior sig ikke en sådan risiko, foreligger der dermed ikke en gevinstmulighed. Ydermere må det ud fra almindelige skatteretlige principper og praksis konkluderes, at der ved en skøn over handelsværdien altid skal tages hensyn til den konkrete situation.

Det kan konkluderes, at transaktioner mellem personer omfattet af boafgiftskredsen i BAL § 22 stk. 1 skal ske til handelsværdi jf. BAL § 27. Som følge af at parterne er interesseforbundne, er skattemyndighederne tillagt en vid skønsmæssig vurdering i skønnet over handelsværdien. Tillige følger det af praksis fra Højesteret, at der ved værdiansættelsen af kapitalandele handelsværdi skal tages hensyn til de rettigheder og forpligtelser, kapitalandelene besidder. Som følge heraf kan det konkluderes, at gevinstmuligheden må anses for at kunne indregnes i handelsværdien og derfor beskattes med hjemmel i BAL § 27. Det kan i forlængelse heraf konkluderes, at der er forhold, Skattestyrelsen bør være opmærksom på i det kommende styresignal. Således må værdien af gevinstmuligheden medføre, at anskaffelsessummen for kapitalandelene for generation junior forhøjes. Tillige kan det konkluderes, at værdien af gevinstmulighed må medføre, at A-andelene bliver tilsvarende mindre værd, hvorved den samlede værdi allokeres, da den blotte overdragelse ikke kan medføre, at selskabet stiger i værdi.

Det kan afslutningsvist konkluderes, at selve værdiansættelse af gevinstmulighed udgør den primære udfordring, da der, som nævnt, ikke er tale om en egentlig option. Med analysen af de foreslåede værdiansættelsesmodeller, henholdsvis BS og BM, og en efterfølgende vurdering må det konkluderes, at de ikke er anvendelige i deres originale form til at værdiansætte gevinstmuligheden. Ligeledes

taler praksis for anvendelse af BS og BM i en skatteretlig kontekst imod, at de kan anvendes, hvor kapitalandelene hverken direkte eller indirekte er noterede. Anvendes de i deres originale form, medfører dette betydelige skøn, som udfordrer retssikkerheden. Det må herefter foreslås, at værdiansættelsesmodellerne tilpasses, såfremt de skal anvendes til værdiansættelse af gevinstmulighed, eller at der udvikles en særlig model til værdiansættelse heraf. Det bør her tillægges vægt, at modellerne skal være lette at tilgå og ikke medfører betydelige omkostninger.

## Kapitel 7 – Perspektivering

Men henvisning til afhandlingens analyse og diskussion af indregningen af gevinstmulighed står det klart, at skattemyndighederne fremover har i sinde at inddrage gevinstmuligheden i kapitalandelens handelsværdi, når der anvendes en A/B-model.

Som følge heraf må det vurderes, at anvendelsesområdet for A/B-modellen, alt andet lige, må være mindsket. Først og fremmest medfører gevinstmuligheden, at værdierne på B-kapitalandelene øges. Denne yderligere værdi medfører således, at generationsskiftet i sig selv bliver dyrere. Afhængig af selskabet og generationernes midler i øvrigt kan dette udgøre en væsentlig post. Dernæst må der henses til værdiansættelsen af denne gevinstmulighed. Som fundet i kapitel 5 er de af Skattestyrelsen foreslåede modeller forholdsvist omkostningstunge at gennemføre, såfremt de skal anvendes i deres oprindelige form. Dette medfører herefter, at selve A/B-modellens proces fordyres. Samlet set medfører den nyligt introducerede praksis om gevinstmulighed, at A/B-modellen bliver dyrere at gennemføre.

Det blev i afsnit 2.3.3.2 fundet, at renteniveauet for forrentning af den forlods udbytteret har været stigende, hvilket tillige svækker anvendeligheden af A/B-modellen, da det medfører en mindre mulighed for, at junior får andel i selskabets værdi. Tillige skal det bemærkes, at der ved lov nr. 1576 af 27/12 2019 blev vedtaget nye regler for fordeling af anskaffessummen, når der foretages en opdeling af kapitalandele ved en vedtægtsændring som i A/B-modellen. Tidligere blev anskaffessummen fordelt ud fra kapitalklassens nominelle andel af selskabet, mens den med de nye regler skal fordeles efter kapitalklassens del af selskabets handelsværdi. Det medfører herefter, at anskaffessummen på B-kapitalandelene for senior bliver lavere end tidligere, hvorfor der realiseres en højere skattepligtig avance ved afståelse. Alt andet lige medfører de nye regler, at A/B-modellen bliver dyrere som følge af den forhøjede avance.<sup>239</sup> Der kan herved stilles spørgsmålstegn ved, om tiltagene medfører modellens endelighed, og om andre generationsskiftmodeller herved synes mere attraktive?

Samlet set må det med indregningen af gevinstmulighed, den forhøjede rente samt de nye regler for fordeling af anskaffessummen vurderes, at A/B-modellens anvendelighed er mindsket. Generelt har der på det seneste vist sig en skærpene praksis for netop A/B-modellen.<sup>240</sup>

Henses der til reglerne for generationsskifte ved brug af eksempelvis succesionsreglerne i ABL § 34, synes A/B-modellen navnlig at være problematisk. Således er det reelt muligt med A/B-modellen at

---

<sup>239</sup> Gorrissen Federspiel (18. oktober 2019).

<sup>240</sup> Christiansen, Tommy V., & Christiansen, Bodil; Salg af med forbeholdt udbytteret – hvordan skatten ved et generationsskifte forsvandt som dug for solen – og måske blev erstattet med et skattemæssigt fradrag.

overdrage tilnærmelsesvist skattefrit uden stort finansieringsbehov, på trods af at selskabet kan karakteriseres som passivt efter ABL § 34, stk.1 nr. 3.<sup>241</sup> Liselotte Madsen stillede sig allerede kritisk herfor i 2015.<sup>242</sup> Der kan herefter stilles spørgsmålstegn ved om denne skærpelse af A/B-modellen udtrykker, at modellen i sin helhed er for god til at være sand, og om Ligningsrådet i SKM2003.66.LR reelt forstod den model, de anerkendte?

## Litteraturliste

### Bøger

Andersen, Jørgen Just. Finansielle Derivater – Anvendelse, prissætning og risikostyring, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, København 2015

Brealey, Richard A, Myers, Stewart C. & Allen, Franklin. Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Education, 12. udgave, New York, 2017

Brealey, Richard A, Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J. Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill Education, 8. udgave, New York, 2015

Evald, Jens. Juridisk teori, metode og videnskab, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, København, 2016

Hull, John C. Options, Futures and other Derivates (International Edition), Prentice-Hall Inc., 3. udgave, 1997

Hull, John C. Options, Futures and other Derivates, Pearsons, 8. udgave, 2012

Langhave, Inge m.fl. Lærebog om indkomstskat, Jurist og Økonomforbundets Forlag, 18. udgave, København, 2019

Johnson, R. S. Derivatives marked and analysis, John Wiley & Sons incorporated, 2017

Olesen, Birgitte Sølvkær. Generationsskifte og omstrukturering – Det skatteretlige grundlag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave, København, 2017

Rasmussen, Jesper & Møller-Andersen, Jesper. Generationsskifte, Thomson Reuters, 1. udgave, København, 2008

Serup, Michael. Generationsskifte – Omstrukturering, Karnov Group, 3. udgave, København, 2019

Werlauff, Erik & Hansen, Lone L. Den Juridiske metode – en introduktion, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave, København, 2016.

### Danske domstolsafgørelser

SKM2008.211.HR

---

<sup>241</sup> Det skal hertil bemærkes at også praksis for hvad der udgør passiv kapitalanbringelse synes skærpet, se hertil SKM2020.24.LSR hvor et solcelleanlæg udgjorde passiv kapitalanbringelse. Afgørelsen har dog mødt kritik, se hertil blandt andet Bech-Bruun (31. januar 2020).

<sup>242</sup> Madsen, Liselotte SR.2015.144.

SKM2011.501.HR  
SKM2012.571.HR  
SKM2018.41.HR  
SKM2019.402.BR  
TfS2000.560H  
U1985.131H

### **Administrative afgørelser**

SKM2002.540.LR  
SKM2003.66.LR  
SKM2004.416.LR  
SKM2005.549.LR  
SKM2008.697.SR  
SKM2010.2.SR  
SKM2010.395.SR  
SKM2011.79.SR  
SKM2011.571.SR  
SKM2015.47.SR  
SKM2015.195.SR  
SKM2015.274.SR  
SKM2016.52.SR  
SKM2016.103.SR  
SKM2016.219.SR  
SKM2018.508.LSR  
SKM2019.30.SR  
SKM2019.371.SR  
SKM2019.390.SR  
SKM2019.577.SR  
SKM2019.578.SR  
SKM2019.579.SR  
SKM2020.24.LSR  
TfS1991.128  
TfS1995.197  
TfS1995.242  
TfS1999.832

### **Styresignaler, vejledninger og cirkulærer**

Skattestyrelsens Juridiske Vejledning, 2020-1, anvendte afsnit

C.6.A.1.7  
C.A.6.1.2.1  
A.A.7.1.5  
C.B.2.1.4.8  
C.A.5.17.2.4

Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning E nr. 238 (Transfer pricing cirkulæret)

TSS-cirkulærer nr. 2000-9 af 28. marts 2000

TSS-cirkulærer nr. 2000-10 af 28. marts 2000

### **Love, forarbejder og bekendtgørelser m.v.**

Lov nr. 149 af 10. april 1922 om indkomstskat til staten (Statsskatteloven)

Lovbekendtgørelse nr. 47 af 12. januar 2015 om afgift af dødsboer og gaver (Boafgiftsloven)

Lovbekendtgørelse nr. 1017 af 24. august 2015 om fusion, spaltning og tilførsel af aktiver mv. (Fusionsskatteloven)

Lovbekendtgørelse nr. 1148 af 29. august 2016 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v. (Aktieavancebeskatningsloven)

Lovbekendtgørelse nr. 1283 af 25. oktober 2016 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter (Kursgevinstloven)

Lovbekendtgørelse nr. 763 af 23. juli 2019 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven)

Lovbekendtgørelse nr. 806 af 8. august 2019 om påligning af indkomstskat til staten (Ligningsloven)

Lovbekendtgørelse nr. 838 af 8. august 2019 (Årsregnskabsloven)

L 194 1996-97 forslag til lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter

L 78 - 2005/06 forslag til lov om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v.

L 183 2016-17 forslag til lov om ændring af boafgiftsloven og forskellige andre love som vedtaget ved lov nr. 683 af 8. juni 2017

Lovforslag L4 2019-20 som fremsat med tilhørende bemærkninger som vedtaget ved lov nr. 1576 af 27/12 2019

Lovforslag L76 2019-20 forslag til lov om ændring af boafgiftsloven og skatteforvaltningsloven som vedtaget ved lov nr. 1589 af 27. december 2019

Skatteministerens svar på spørgsmål 616 af 17. februar 1988

### **Artikler, publikationer og diverse**

Andersen, Anja, m.fl. Aktieløn: Anvendelse af Ligningsrådets formel i praksis - Skattemæssig værdisættelse af køberetter og warrants i unoterede selskaber, SR.2019.88, SR Skat

Bachmann/Partners. Nyt om A/B-modellen, praksisændring, fremtidig gevinstmulighed skal indgå ved anvendelse af A/B-modellen, 18. september 2019 - <http://www.bachmann-partners.dk/nyheder/nyt-om-a-b-modellen-praksisaendring-fremtidig-gevinstmulighed-skal-indga-ved-anvendelse-af-a-b-modellen/> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Bech-Bruun. Generationsskifte og omstrukturering, Nyhedsbrev af 31. juli 2019 - <https://www.bechbruun.com/da/nyheder/2019/generationsskifte-omstrukturering-juli2019> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Bech-Bruun. Generationsskifte og omstrukturering, Nyhedsbrev af 31. januar 2020 - <https://www.bechbruun.com/da/nyheder/2020/generationsskifte-omstrukturering-januar2020> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Bennedsen, Morten & Nielsen, Kasper Meisner. Familievirksomheder i Danmark - [https://www.igenerationer.dk/sites/igenerationer.dk/files/familievirksomheder\\_i\\_danmark.pdf](https://www.igenerationer.dk/sites/igenerationer.dk/files/familievirksomheder_i_danmark.pdf) (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Black, Fisher & Scholes, Myron. The pricing of option theory, Journal of Political Economy, Vol. 81. No. 3, s. 637-654, 1973

Bolander, Jane. Kapiteludvidelse med forlods udbytte medførte overførsel af gevinstmulighed til børn, SR.2019.149, SR Skat

Bundgaard, Jacob. AFSAGT Beskattes gevinstmulighed virkelig i dansk skatteret?, TAXO.2019.1, TAXO

Cox, John C, m. fl.. Options pricing: A simplified approach, Journal of Financial Economics, vol. 8 s. 229-263, 1979

Christiansen, Tommy V. A/B-modellen – forlods udbytteret - <https://docplayer.dk/34199325-A-b-modellen-forlods-udbytteret.html?fbclid=IwAR1T4QwuxOqpLUQ8C7AjoolTE2v59FSXbaca4cy-SERriyNIRUvWSbzVGNpI> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Christiansen, Tommy V., & Christiansen, Bodil. Salg af med forbeholdt udbytteret – hvordan skatten ved et generationsskifte forsvandt som dug for solen – og måske blev erstattet med et skattemæssigt fradrag, 29. oktober 2019, Vidensportalen V.dk - [https://v.dk/artikel/salg-af-aktier-med-forbeholdt-udbytteret-hvordan-skatten-ved-et-generationsskifte-forsvandt-som-dug-for-solen-og-maaske-blev-erstattet-med-et-skattemaessigt-fradrag/?pdf-viewer&fbclid=IwAR00obPcU\\_6zo-IaN7yZKtc9IB1Qw38DZYL2TNet9CevzqOTjMuHSLDuOw7E](https://v.dk/artikel/salg-af-aktier-med-forbeholdt-udbytteret-hvordan-skatten-ved-et-generationsskifte-forsvandt-som-dug-for-solen-og-maaske-blev-erstattet-med-et-skattemaessigt-fradrag/?pdf-viewer&fbclid=IwAR00obPcU_6zo-IaN7yZKtc9IB1Qw38DZYL2TNet9CevzqOTjMuHSLDuOw7E) (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Cron, William R. & Hayes, Randall b. Valuation of Stock Options of Non-publicity Trader companies, American Journal of Business, Vol 22, s. 11-19, forår 2007

Dahl Advokatfirma. Varsel om praksisændring af populær generationsskiftemodel, 11. september 2019 - <https://www.dahlaw.dk/nyheder/384/11-sept-2019-varsel-om-praksisaendring-af-populaer-generationsskiftemodel/> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Gorrissen Federspiel. Forslåede nye regler vil få betydning for generationsskiftemodellen A/B-modellen, 18. oktober 2019 - <https://gorrissenfederspiel.com/viden/nyheder/foreslaede-nye-regler-vil-faa-betydning-for-generationsskiftemodellen-ab-modellen> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Hargrave, Marshall. Binomial Option Pricing Model, Investopedia, opdateret 24. Marts 2020 - <https://www.investopedia.com/terms/b/binomialoptionpricing.asp> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Kristensen, Henrik Trangeled. Værdiansættelse af aktieoptioner og warrants, RR.2003.05.53, Revision og regnskabsvæsen

Laursen, Anders Nørgaard. Kommentarer til udvalgte afgørelser – Overførsel af en gevinstmulighed, beskatning af urealiserede værdistigninger på anparter og A/B-modeller (SKM2019.30.SR), RR.SM.2019.4, Revision og regnskabsvæsen

Madsen, Liselotte. A/B-model – vedtægtsændring (v/Liselotte Madsen), SR.2015.144, SR Skat

Plesner. Afgørelse fra Skatterådet varsler praksisændring, 24. juli 2019, [https://www.plesner.com/insights/artikler/2019/07/afgoerelse-fra-skatteraadet-varsler-praksisaendring?sc\\_lang=da-DK](https://www.plesner.com/insights/artikler/2019/07/afgoerelse-fra-skatteraadet-varsler-praksisaendring?sc_lang=da-DK) (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Serup, Michael. Optionsbeskatning af A/B-modeller? SR.2019.295, SR Skat

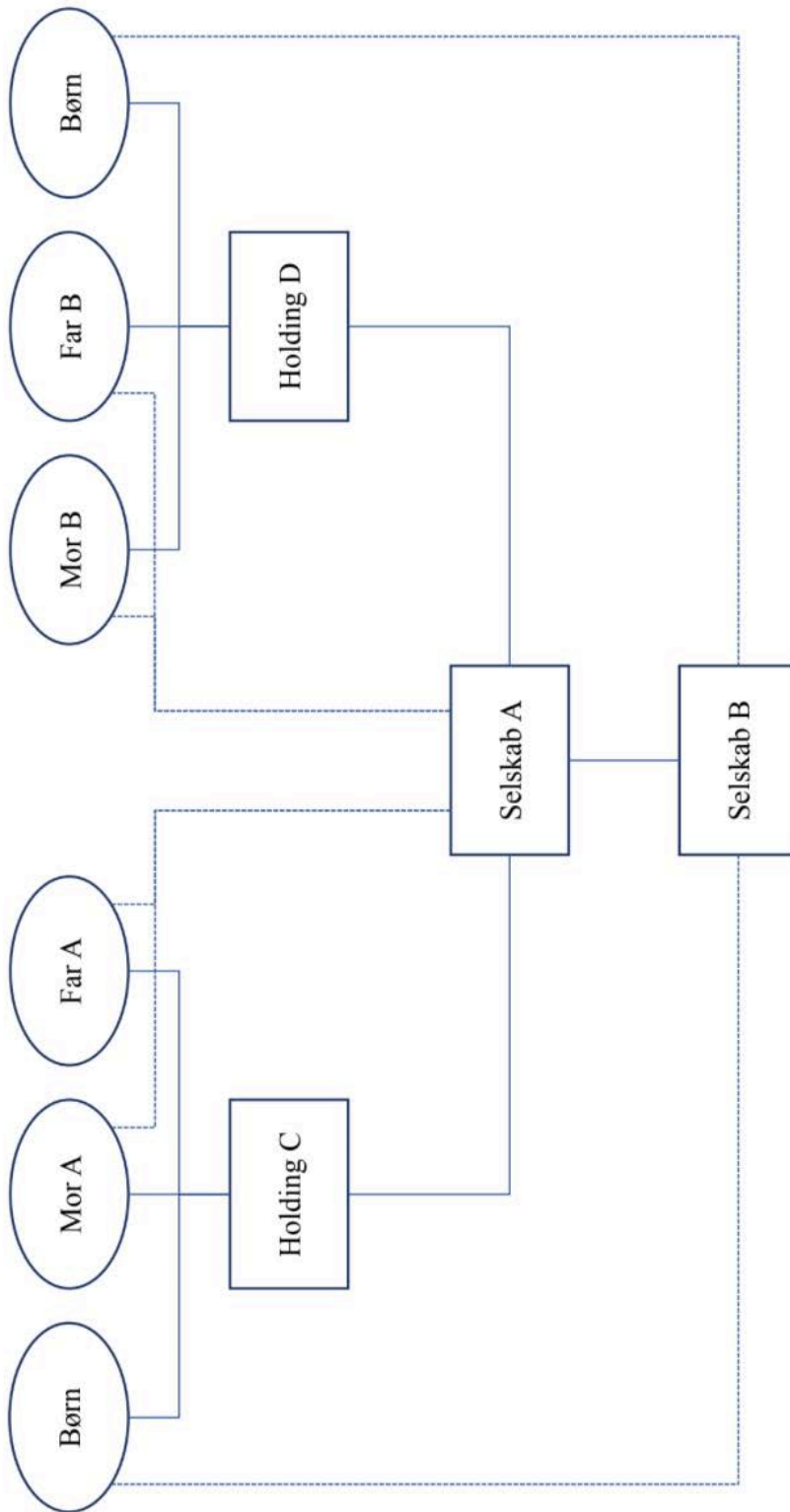
TVC. Nyt om generationsskifte – hvad er status lige nu?, 19. juli 2019 - <https://tvc.dk/nyheder/2019/nyt-om-generationsskifte-hvad-er-status-lige-nu/> (Senest besøgt d. 28. maj 2020)

Voigt, Erik Banner. Skattemæssig betydning af vedtægtsændring i lyset af seneste praksis, SR.2019.288, SR Skat

Williamson, Oliver E. The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press, Dele af kapitel 1-4, 1985

## Bilag

### Bilag 1 – Koncernstruktur i SKM2019.30.SR



[Kilde; Egen tilvirkning]