



VIDENCENTRET FOR LANDBRUG

Børsnotering inden for landbruget i forbindelse med ejerskifte

Udarbejdet af:
International Advice
Dansk Landbrugsrådgivning
Videncentret for landbrug
Agro Food Park 15, DK-8200 Århus N
December 2010



Indholdsfortegnelse

1. Baggrund.....	3
2. Forudsætning	3
3. Formidlingsmodel.....	4
4. Ejerskifteprocessen	9
5. Kvalitativ analyse.....	12
6. Børsintroduktion af landbrug	13
7. Koncept og afslutning.....	15

1. Baggrund

Udviklingen inden for dansk landbrug går mod færre, men større og specialiserede bedrifter, og særligt på grund af behovet for løbende investeringer i produktionsapparatet er der generelt et stort kapitalkrav. Samtidig er det vanskeligt at opnå en tilstrækkelig aflønning af arbejdsindsats og forrentning af den investerede kapital, og en af effekterne af udviklingen er blandt andet, at dansk landbrug i dag er det højest gældssatte i Europa.

Historisk set er langt de fleste investeringer i landbrug blevet foretaget af landmænd med realkredit- og pengeinstitut som finansieringskilde. Med den nye landbrugslov bliver det muligt for andre at deltage i disse investeringer, fx selskaber og fonde. De nye investeringsmuligheder kendes også fra en række andre lande i Europa, hvor selskabseje i landbruget således er tilladt. Effekterne af selskabseje i landbruget er blandt andet, at generationsskiftet vil være nemmere at gennemføre med de nye regler. Derudover vil specialiserede animalske producenter nu kunne koncentrere sig om besætningen og overlade anvendelsen af husdyrgødningens næringsstoffer til andre med interesse i planteavl, mens den specialiserede planteproducent får mulighed for i højere grad at udnytte de potentielle størrelsesøkonomiske fordele.

De store landbrug er ofte af en sådan størrelse, at et ejerskifte til enkeltpersoner er vanskeligt som følge af det store kapitalbehov. Børsnotering på Dansk OTC og Dansk AMP eller måske OMX, er i denne forbindelse en mulighed for et ejerskifte hos de store landbrug. Denne form for ejerskifte er ikke udbredt, men vurderes som et alternativ til de mere traditionelle former, hvorfor der forudses interesse og efterspørgsel i fremtiden. I det følgende søges denne hypotese undersøgt nærmere.

2. Forudsætning

Med henblik på at skabe et overblik over den ejerskabsmæssige situation inden for landbruget er der foretaget en analyse af den aktuelle struktur i Danmark på baggrund af alderssammensætningen og bedriftsstørrelserne. Resultaterne heraf er opsummeret i matrixen nedenfor:

Ejerskabsmæssig struktur dansk landbrug 2009 (kilde: Videncentret for Landbrug)

	< 100 ha	100-199 ha	200-299 ha	≥300 ha	Total
< 50 år	11.038	3.105	1.131	615	15.889
50-54 år	4.105	897	389	234	5.625
55-59 år	3.807	653	184	88	4.732
60-64 år	2.400	336	122	47	2.905
65-69 år	1.187	91	43	14	1.335
70-74 år	940	0	2	11	953
75 år og derover	242	21	4	8	275
Total	23.719	5.103	1.875	1.017	31.714

Som det fremgår forefindes der totalt set cirka 32.000 landbrugsbedrifter i Danmark i 2009.

Ikke alle bedrifter er lige interessante i forhold til en vurdering af hvor mange landbrug, der kan forventes at skulle foretage generationsskifte/ejerskifte i de næste år, samt estimering af hvor mange, der tænkes at benytte en børsnotering som et led heri. I denne forbindelse er det således relevant at fokusere på den øvre del af alderskategoriseringen samt ikke mindst den øvre del af bedriftsstørrelseskategoriseringen, hvor ejerskifte til enkeltpersoner er særlig vanskeligt som følge af det store kapitalbehov.

Det er vanskeligt præcist at forudsige, hvornår de forskellige bedriftsejere vælger at foretage et generationsskifte/ejerskifte, og som det fremgår ovenfor er der stadig aktive registrerede ejere på den anden side af 75 år. Ligeledes er det vanskeligt at vurdere, hvornår kapitalbehovet er tilstrækkeligt stort til, at bedriften ikke umiddelbart kan overtages af en enkeltperson, idet dette selvsagt afhænger af den konkrete situation og de individuelle forhold.

I analytisk øjemed er det valgt at anlægge en skillelinje ved henholdsvis 100 hektar samt aldersgruppen 50-54 år, hvorved det kan forventes, at der skal gennemføres generationsskifte/ejerskifte på totalt set 3.144 bedrifter inden for en forholdsvis kort årrække.

Forventeligt antal generations- og ejerskifter inden for en forholdsvis kort årrække

	< 100 ha	100-199 ha	200-299 ha	≥300 ha
< 50 år	11.038	3.105	1.131	615
50-54 år	4.105	897	389	234
55-59 år	3.807	653	184	88
60-64 år	2.400	336	122	47
65-69 år	1.187	91	43	14
70-74 år	940	0	2	11
75 år og derover	242	21	4	8

3. Formidlingsmodel

Forudsætningen for at landbrugsselskaber kan sættes på aktier og omsættes vil være, at de administrative og kontrolmæssige rutiner i selskaberne er velfungerende, således at investorerne kan have tillid til, at selskabets værdier forvaltes forsvarligt, og at de formelle forhold omkring landbrugsproduktionen er i orden. Derudover kommer - afhængig af hvilken noteringsmodel der vælges anvendt - en række forskellige formelle krav, der skal opfyldes i forbindelse med en børsintroduktion.

Der findes i dag flere forskellige organiserede og autoriserede handelsplatforme, der vil kunne finde anvendelse i forbindelse med gennemførelsen af en notering som et led i ejerskifte hos de store landbrug.

I de følgende præsenteres de fire primære danske børser Dansk OTC, Dansk AMP, OMX København samt First North, der drives af de forskellige børser, der indgår i OMX-samarbejdet.

Dansk OTC

Dansk OTC blev etableret i 1987 og har siden forestået handelen med unoterede aktier i Danmark. Selskabet er beliggende i Horsens og er i dag er 100 pct. ejet af Basisbank A/S. Der er ingen specifikke krav til optagelse på OTC-børsen. Det afgøres på sag-til-sag basis.

Økonomiske optagelseskrav for notering på OTC-listen (kilde: Dansk OTC)

	DKK
Engangsudgift	25.000
Årsafgift p.t.	30.000
Førelse af aktiebog årligt - valgfrit	10.000-20.000

Når aktien handles, betales der kurtage. Kurtagen er det salær, der dækker Dansk OTC's ekspedition af handlen. Kurtagen udgør 1 pct. af kursværdien, dog minimum DKK 250 for VP registrerede aktier og DKK 500 for fysiske aktier. OTC-aktierne handles som udgangspunkt af nemheds hensyn via pengeinstitutter (dokumentationskrav MIFID - Markets in Financial Instruments Directive. EU-direktiv, der fastlægger fælles regler i EU for handel med og rådgivning om værdipapirer og valutaprodukter).

OTC rådgiver ikke omkring aktierne.

Det er ikke offentligt tilgængeligt, hvor meget der handles i det enkelte papir. Stamdata indberettes og årsregnskab udsendes til interessenter. Udvalgte selskabsspecifikke data fra internettet mailles til interessenter, og kunder kan abonnere på nyheder om det enkelte selskab.

Nuværende selskaber optaget til handel på Dansk OTC omfatter:

- Bella Center A/S.
- Berlin High End A/S.
- Birkegården A/S.
- A/S Bryggeriet Vestfyen.
- Carl Allers Etablissement A/S.
- Comwell A/S.
- Dagbladet Politiken A/S.
- Dangro Invest A/S.
- FC Nordsjælland A/S.
- Gasa Group A/S.
- Junckers Invest A/S.
- Messecenter Herning A/S.
- Morsø Sparekasse A/S.
- Multi - Invest Danmark A/S (tidl. VinInvest A/S).
- Nordatlantisk Venture A/S.
- Sjællandske Medier A/S.
- Thisted Bryghus A/S.
- Viborg F.F. Prof. Fodbold A/S.

Som det fremgår af listen ovenfor er der i øjeblikket en enkelt landbrugsvirksomhed noteret på OTC, nærmere betegnet Dangro Invest A/S, der har 123 aktionærer og er engageret primært med aktiviteter i Polen og Rumænien.

Dansk AMP

Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (Dansk AMP) er et europæisk reguleret marked, der fokuserer på mindre og mellemstore danske erhvervsvirksomheder og investeringsaktieselskaber. Nye selskaber til introduktion på Dansk AMP vil typisk have en børsværdi på mellem DKK 50-500 millioner.

Dansk AMP blev i november 1998 som den første virksomhed i Danmark godkendt af Finanstilsynet til at drive virksomhed som autoriseret markedsplads. Det var i forbindelse med etableringen målsætningen, at Dansk AMP skulle være et værdipapirmarked, særligt tilpasset mindre og mellemstore selskaber og private investorer. Dansk AMP er et søsterselskab til Dansk OTC (se beskrivelsen ovenfor).

Da Dansk AMP er et europæisk reguleret marked, skal de optagne selskaber derfor overholde den gældende EU regulering for børsoptagne selskaber. Den europæiske regulering arbejder for et effektivt og gennemslagskraftigt værdipapirmarked, hvor alle investorer får bedst mulig adgang til de samme informationer, på den samme tid og i det samme format.

På et reguleret marked er der øget tillid til kvaliteten af markedets kommunikation og informationer og investorerne ved således, at selskaberne er forpligtede til kontinuerligt at oplyse markedet om væsentlige og kursrelevante oplysninger. Derfor er der også en række professionelle investorer som kun vil, eller som kun må, handle på et reguleret marked. Ved notering på Dansk AMP kan selskaberne således nyde den internationale anerkendelse af at være optaget til handel på et europæisk reguleret marked, hvilket betyder at investorerne kan spænde fra lokale til globale investorer.

Omvendt betyder ovennævnte, at der stilles større krav til virksomheden, der ønsker at blive noteret, hvilket afspejles økonomisk såvel som i relation til relevante love og bekendtgørelser. Eksempelvis skal der i forbindelse med en notering på Dansk AMP udarbejdes et investeringsprospekt, der opfylder en lang række formkrav jf. prospektbekendtgørelsen.

Omkostninger ved optagelse på Dansk AMP (kilde: Dansk AMP)

	DKK
Forhåndsgodkendelse til optagelse	25.000
Introduktion	200.000
Årsafgift	60.000
Emission	25.000 + 0,1 % af bruttobeløbet af emissionen
I alt	310.000 + 0,1 % af bruttobeløbet af emissionen

Årlig afgift herefter DKK 60.000.

Nuværende selskaber optaget til handel på Dansk AMP:

- 2Trace.
- AC Horsens.
- Bispebjerg Kollegiet.
- Dansk Skovselskab.
- Davidsen Partnere.
- Ejendomsaktieselskabet Pakhuset.
- FCM Holding.
- Klimax.
- Vejle Boldklub Holding.

OMX København

Gennem de seneste 10 år har de nordiske børser søgt at harmonisere reglerne for udstedelse og handel med værdipapirer noteret på de børser, som indgår i det nuværende OMX-samarbejde, det vil sige børserne i Stockholm, København, Helsingfors og Reykjavik. Dette er sket samtidig med, at EU gennem en lang række direktiver mv. har søgt at fjerne eller begrænse retlige barrierer for skabelsen af ét fælles og internationalt attraktivt og konkurrencedygtigt europæisk marked for udstedelse og omsætning af værdipapirer.

Selvom Den Finansielle Handlingsplan og implementeringen heraf i national ret har medvirket til en kraftig forøgelse og harmonisering af reglerne for værdipapirhandel i EU, er det fortsat muligt for børserne selv at fastsætte regler og hermed, hvis det ønskes, sikre en øget harmonisering på visse områder.

Et af disse områder er reglerne for de udstedende selskabers oplysningspligt, hvor der på EU plan og i national lovgivning indholdsmæssigt kun i begrænset omfang er sket en harmonisering og detailregulering.

I forbindelse med notering på en af børserne i OMX-samarbejdet er det således kendetegnende, at selskabet blandt andet skal fremsende en ansøgning om optagelse til handel og optagelse til officiel notering til børsen som indeholder og redegør for:

- Baggrund for ønsket om optagelse til handel og optagelse til officiel notering på OMX børs.
- Anvendelse af provenu.
- Selskabets aktiekapital/antal aktier (eventuelt fordelt på aktieklasser og med angivelse af forskelle mellem klasserne).
- Udbuddets størrelse fordelt på nye og eksisterende aktier og oplysning om udbudsformen.
- Den eller de finansielle formidlere, der på selskabets vegne forestår udbuddet.
- Hvorledes udstederen opfylder kravene til optagelse til handel og eventuelt officiel notering.

Som bilag til ansøgningen skal vedlægges:

- Udkast til prospekt (jf. prospektbekendtgørelsen, herunder godkendelse hos Finanstilsynet).
- Selskabets regnskaber for de seneste tre regnskabsår.
- Tidsplan for introduktionens og udbuddets forløb.
- Selskabets senest registrerede vedtægter.
- Tegnings-/salgsblanket.

Herudover kommer en række øvrige forhold blandt andet reguleret under "Prospektbekendtgørelsen", "Lov om værdipapirhandel", "bekendtgørelse om udstederes oplysningsforpligtelser" mv. Desuden skal det også nævnes, at OMX-noterede selskaber skal oplyse, om de følger corporate governance anbefalingerne udstukket af Komitéen for god Selskabsledelse eller forklare, hvorfor de ikke gør det - der er med andre ord tale om et såkaldt "følg eller forklar"-princip. En børsintroduktion på OMX er således en specialistopgave, der som oftest løses af virksomheden samt dennes rådgivere i form af blandt andet jurister og investeringsbanker.

Noteringsprocessen løber typisk over 6-12 måneder og kræver, at virksomheden allokere meget betydelige ressourcer fra såvel ledelse som nøglemedarbejdere. Det kan derfor være hensigtsmæssigt, at virksomheden udpeger en eller to nøglemedarbejdere, som udelukkende arbejder med noteringen af virksomheden.

Ved notering på OMX skal aktierne have en forventet samlet kursværdi på mindst EUR 1 million. I praksis vurderer corporate finance virksomheden Advizer, at kravet til markedsværdi i dag oftest er betydelig større end DKK 3-500 millioner.

I relation til OMX København og landbrugsselskaber kan nævnes det dansk noterede selskab First Farms, der investerer i landbrug og jord i Østeuropa – pt. primært Slovakiet og Rumænien. På OMX Stockholm forefindes ligeledes et større landbrugsselskab ved navn Black Earth Farming, der driver og investerer i landbrug i den sydvestlige del af Rusland.

First North København

First North er etableret i 2005 og er et tilbud til mindre og mellemstore virksomheder om en offentlig notering. Virksomheder noteret på First North opnår på de fleste punkter de samme fordele som virksomheder noteret på OMX København.

Kravene til notering på First North såvel som den løbende administration og kommunikation er lempeligere end på OMX København. En central forskel er imidlertid, at virksomheder noteret på First North skal have tilknyttet en såkaldt Godkendt Rådgiver, der blandt andet skal sikre, at virksomhederne kontinuerligt lever op til deres forpligtelser som noteret på First North.

Selve noteringsprocessen, er stort set identisk med noteringsprocessen for virksomheder, der ønsker notering på OMX København, om end mindre tids- og ressourcekrævende. Der er i øjeblikket 125 virksomheder noteret på First North.

Der er ingen nedre grænse for virksomhedens størrelse, men førømtalte Advizer vurderer, at First North vil være interessant for virksomheder, der af egen kraft er vokset til en markedsværdi på DKK 75-300 millioner.

I relation First North kan nævnes det svensk noterede selskab Alpcot Agro, der driver og investerer i landbrug i den sydvestlige del af Rusland.

Forskelle på optagelseskravene for OMX København og First North (kilde: OMX København)

Selskaberne skal inden notering udarbejde og offentliggøre et prospekt, der skal godkendes af de relevante myndigheder.	Selskaberne skal kun udarbejde et prospekt, hvis der tilbydes salg af værdipapirer.
Krav om juridisk undersøgelse.	Undersøgelsen foretages af en Godkendt Rådgiver.
Krav om godkendelse fra OMX Den Nordiske Børs.	Undersøgelse af Godkendt Rådgiver og optagelse gennem OMX Den Nordiske Børs.
Selskaberne skal have drevet virksomhed i en årrække og er pligtig til at aflægge tre årsregnskaber.	Intet krav.
Krav om dokumenteret overskud eller tilstrækkelige økonomiske ressourcer.	Intet krav.
Mindst 25 pct. af aktierne skal være i offentlighedens besiddelse.	Tilfredsstillende antal aktionærer og mindst 10 pct. af aktierne i offentlig besiddelse eller tilknyttet likviditetsformidler.
Krav om en markedsværdi på mindst 1 million euro.	Intet krav.
Krav til virksomhedens organisation og ledelse.	Virksomhedsledelse skal understøttes af Godkendt Rådgiver.
Overholdelse af Corporate Governance.	Intet krav.
	Godkendt Rådgiver skal være tilknyttet selskabet permanent

4. Ejerskifteprocessen

Forud for et ejerskifte og en eventuelt børsnotering af et landbrug er det afgørende, at landmanden gør sig grundige overvejelser i relation til en række forskellige områder og parametre. Eksempelvis er det vigtigt, at der indledningsvis igangsættes en afklaringsproces, hvor ejerens og familiens ønsker til fremtiden klarlægges.

For de fleste landmænd er det en ny og uprøvet situation at skulle forholde sig til et ophør som virksomhedsejer inden for landbruget. I regi af Dansk Landbrugsrådgivning har Team Ejerskifte under Videncentret for Landbrug arbejdet med disse forhold (<http://www.landbrugsinfo.dk/ledelse/Generationsskifte/Sider/Startside.aspx>), og det anbefales, at generations-/ejerskifteprocessen med fordel opdeles i seks faser:

1. Personlig afklaring og modning.
2. Planlægning/Exitstrategi/Virksomhedsstrategi.
3. Modning af virksomheden – forberedelse af salg.
4. Salgsproces/-forhandling.
5. Købers gennemgang.
6. Afslutning/opfølgning.

Hver af disse seks faser indeholder en lang række forskellige delelementer, som ikke vil blive gennemgået dybdegående i nærværende redegørelse, men det anbefales, at landmanden eller virksomhedsejeren aktivt forholder sig til de forskellige faser – eventuelt i samarbejde med Team Ejerskifte jf. ovenfor eller andre rådgivere med ekspertise inden for ejerskifte.

I forlængelse af den personlige afklaring, kan der udarbejdes en strategi for vejen hen mod et ejerskifte. Mange landbrugsvirksomheder er komplekse, og strategiarbejdet vil omfatte mange analyser og evalueringer, herunder vurdering af blandt andet skat, finansiering, jura, risikostyring mv.

Salgsmodningen af virksomheden handler grundlæggende om at styre virksomheden i retning af det optimale ejerskifte som fastlagt i de strategier, der er udarbejdet af ejeren. Salgsmodning handler således om at gøre virksomheden mere attraktiv for potentielle købere og ændre forhold, som kan betragtes som risici. Eksempelvis kan nævnes forankring af viden samt opstramning på dokumentationen af virksomhedens økonomiske og juridiske forhold. Salgsmodningen danner også grundlag for arbejdet med at værdiansætte ejendommen/virksomheden. Jf. Erhvervs og Byggestyrelsen ved cirka 40 procent af danske virksomhedsejere ikke, hvad deres virksomhed er værd, og næsten lige så mange synes, at det er en udfordring at afklare virksomhedens værdi.

I relation til større industrielle virksomhedshandler gennemføres salgsmodningsprocessen, herunder værdiansættelsen, ofte i samarbejde med corporate finance virksomheder med ekspertise inden for denne disciplin. Dette er omfattende og kan også være bekosteligt, men med henblik på at indlede en dialog med professionelle investorer vil det ofte være et krav, at disse forhold er afdækket korrekt og fyldestgørende. Der findes flere modeller til værdiansættelse, men af de mest anvendte kan nævnes:

- DCF-modellen.
- Indkomstorienteret multipel.
- Balanceorienteret multipel.

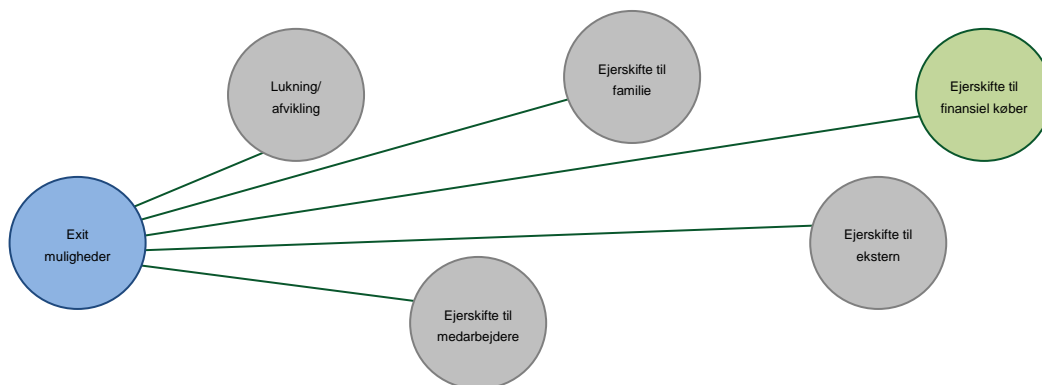
DCF-modellen (discounted cash-flow), er en indkomstbaseret metode, hvor værdien fastsættes med udgangspunkt i den fremtidige indkomst. DCF-modellen er således en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af en virksomhed, et aktiv eller et forretningsprojekt opgøres som den tilbagediskonteret værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme, der kan henføres til virksomheden. Det vurderes, at DCF-modellen er den mest anvendte og anerkendte model blandt professionelle rådgivere.

Indkomstorienterede multipel-modeller inkluderer blandt andet P/E (Price/Earnings), som er baseret på, at der identificeres sammenlignelige virksomheder, hvor markedsværdi og indtjening er kendt. På den baggrund beregnes et markedsniveau for P/E for sammenlignelige virksomheder. Det beregnede P/E multipliceres herefter med den normaliserede indtjening for den virksomhed, der skal værdiansættes. P/E udtrykker den samlede kursværdi af virksomheden i forhold til den samlede indtjening efter skat og renter. Andre modeller af denne type er eksempelvis EV/EBIT og EV/NOPAT.

Balanceorienterede multipel-modeller inkluderer blandt andet K/IV, som tager udgangspunkt i forholdet mellem kurs og indre værdi. Metoden er baseret på, at der identificeres sammenlignelige virksomheder, hvor kursen og regnskabsmæssig indre værdi er kendt. På den baggrund beregnes et markedsniveau for K/IV som derefter multipliceres med den normaliserede egenkapital for den virksomhed, der skal værdiansættes.

Generelt set har værdiansættelsen i landbruget i høj grad været fokuseret på indre værdier samt potentielle fremtidige konjunkturgevinster relateret til aktivmassen, men det er vurderingen, at de indkomstorienterede modeller, særligt DCF, i fremtiden vil opnå en større synlighed og vigtighed i relation til landbrugsvirksomheder – ikke mindst i det tilfælde, hvor (en) potentiel(e) investor(e) måtte tage afsæt i den finansielle eller industrielle sektor. Med andre ord er det typisk K/IV-betragtningen, der tages i anvendelse i forbindelse med en reel ejendomshandel, mens en aktieinvestor i højere grad vurderer og analyserer på baggrund af de indkomstbaserede modeller. Dog er det værd at bemærke, at ingen værdiansættelse bør opfattes som endegyldig. Modellerne nævnt ovenfor er matematiske modeller, som typisk vil danne grundlag for en forhandling mellem sælger og køber – særligt hvis der er tale om en enkelt køber i form af en person eller et selskab.

Overordnede ejerskiftemodeller (kilde: Erhvervs- og Byggestyrelsen)



Det er vigtigt relativt tidligt i processen at fastlægge, hvorvidt der planlægges et familiesalg, en overtagelse af en medarbejder eller om bedriften skal sælges på det frie marked til en eksternt køber – eksempelvis ved hjælp af diverse mæglere eller et forum som www.farmmatch.dk, eller alternativt (en) finansiell(e) køber(e) i skikkelse af eksempelvis en kapitalfond eller en børsnotering, da dette har betydning for det videre arbejde.

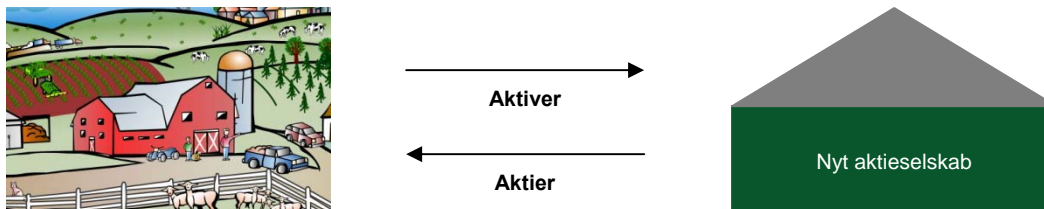
Er der fokus på det frie marked vil bedriftsejeren typisk igangsætte køber-søgeprocessen sideløbende med, at han i samarbejde med sine rådgivere gennemfører diverse salgsforberedende aktiviteter, og såfremt der ikke er identificeret en køber, vil denne proces blive intensiveret i fase 4, ovenfor benævnt salgsproces-/forhandling.

Oftentimes identificeres en køber i forlængelse af dette arbejde og fase 5 og 6, jf. ovenfor, kan dernæst gennemføres med det resultat, at bedriften sælges og et ejerskifte gennemføres. I andre tilfælde er det ikke muligt at identificere en egnet køber, blandt andet fordi de store landbrug er af en sådan størrelse, at et ejerskifte til enkeltpersoner er vanskeligt som følge af det store kapitalbehov. I dette tilfælde kan en alternativ mulighed være at bevæge sig fra fase 3/4 mod en børsnotering.

I praksis vil et af de første skridt forud for en børsintroduktion typisk være at landmanden, der ejer et personligt drevet selskab, gennemfører en skattepligtig eller alternativt skattefri

virksomhedsomdannelse, som medfører, at den personligt drevne bedrift overføres til et nystiftet selskab.

Omdannelse til selskab



Såfremt der vælges en skattepligtig omdannelse og dermed en markedsværdi for selskabet, skal landmanden beskattes med forskellen mellem de skattemæssige og de markedsmæssige værdier på sædvanlige vilkår som om samtlige aktiver og passiver var afstået. Vælges en skattefri omdannelse overtager selskabet alle bedriftens aktiver/passiver og skattemæssige status. Ejeren får herefter aktier i selskabet, som efterfølgende kan sælges. Det er vigtigt at bemærke, at den skattefri omdannelse ikke giver landmanden mulighed for genanbringelse af ejendomsavance, som der typisk er mulighed for i forbindelse med en traditionel handel, hvor skattebetalingen af ejendomsavance kan udskydes ved at avancen nedsætter anskaffelsessummen på en ny ejendom. Denne mulighed bevares såfremt den skattepligtige omdannelse anvendes. Afgørende i denne fase er imidlertid som nævnt tidligere, at der i samråd med kvalificerede skatterådgivere foretages en vurdering af, hvilke juridiske og skattemæssige konsekvenser den ene model måtte have frem for den anden.

5. Kvalitativ analyse

Med henblik på at uddybe analysen af den aktuelle struktur i Danmark, herunder estimering af hvor mange, der tænkes at benytte en børsnotering som et led i et fremtidigt generationsskifte/ejerskifte er der gennemført en række åbne interviews med 10 nuværende bedriftsejere primært inden for det ovenfor definerede segment af ejere inden for aldersgruppen 50 år og derover med en bedriftsstørrelse på 100 hektar eller derover (8 ud af 10).

Interview-population

	< 100 ha	100-199 ha	200-299 ha	≥300 ha
< 50 år	1			1
50-54 år		1		3
55-59 år		2		1
60-64 år				1
65-69 år				
70-74 år				
75 år og derover				

Formålet med interview-delen har været at få et overblik over interessenternes holdninger og interesse i forhold til en børsnotering som alternativ til mere traditionelle handelsformer, men ligeledes at opnå eventuel ny viden i relation til området. I det følgende opsummeres de primære konklusioner fra interview-delen (se desuden bilag 1 for uddybning). Der er taget udgangspunkt i det udarbejdede spørgeskema, men som det fremgår af konklusionerne nedenfor er der som et resultat af interview-delen ligeledes fremkommet supplerende betragtninger:

- Alle de adspurgte forventer at skulle gennemføre et ejerskifte inden for en overskuelig årrække, og to af respondenterne er i øjeblikket i gang med processen.
- Alle respondenter med undtagelse af en har gjort sig overvejelser herom, og hovedparten har afklaret fordele og ulemper ved forskellige overdragelsesmetoder.
- Langt den overvejende del af respondenterne forventer at ejerskifte til familien, mens en respondent forventer at afhænde bedriften i fri handel.
- Et flertal af respondenterne har kendskab til de forskellige børser, men ingen har overvejet at sætte sin virksomhed på aktier, og herefter sælge aktierne på en aktiebørs. De primære årsager angives som:
 - De danske landbrugs størrelse: Landbrugene er for små til at danne grundlag for børsnotering.
 - Manglende attraktivitet: De danske landbrug har ikke en indtjening, der vil gøre en givet aktie attraktiv for aktieinvestorer.
- Ingen af respondenterne ser umiddelbart en fremtid for aktiemodellen i forbindelse med en børsintroduktion. Dog måske på langt sigt, såfremt der forudses ejerskabsmodeller, hvor flere storbrug lægges sammen og i forlængelse heraf noteres, blandt andet jf. næste punkt. Notering af enkeltbedrifter vurderes som urealistisk.
- Hovedparten af respondenterne vurderer, at der i fremtiden vil kunne opleves en stigning i antallet af ejerskifter inden for landbruget, hvor en finansiel køber i form af eksempelvis en kapitalfond overtager en bedrift i fri handel. Eventuelt efterfulgt af flere landbrugsopkøb, hvorved den samlede aktivmasse forøges.
- Flere af de adspurgte vurderer, at en børsintroduktion er mere egnet i relation til de danske holdingselskaber, der har landbrugsaktiviteter i udlandet, om end tidspunktet ultimo 2010 ikke anses som gunstigt for aktuelle tiltag.

6. Børsintroduktion af landbrug

En børsintroduktion kræver, at den pågældende landbrugsvirksomhed betragtes som en attraktiv investering, og overordnet set er det væsentligt, at der foretages en generel analyse af timing og potentiale i forbindelse med en notering. Efterspørgslen efter nynoterede aktier varierer og afhænger af forskellige faktorer. Når kurserne er faldende,

viser erfaringerne, at interessen for aktie-emissioner er lav. Er kurserne imidlertid høje med udsigt til yderligere stigninger, er der stor interesse for børsnoteringer. Som følge heraf er tidspunktet for en børsintroduktion meget væsentligt, om end det selvsagt er vanskeligt at forudsige, hvordan markedet vil bevæge sig, og det kan derfor være nødvendigt i løbet af ejerskifteprocessen at ændre tidsplanen for at sikre, at aktien udbydes på et fordelagtigt tidspunkt.

I det tilfælde hvor bedriftsejeren vælger at forfølge børsnoteringen som salgsmodel er det nødvendigt, at der initialt foretages en vurdering af de forskellige børsmuligheder, blandt jf. ovenfor, idet der er stor forskel på de forskellige noteringskrav, der stilles. Dansk OTC må i denne forbindelse betragtes som den børs med de mest lempelige optagelseskrav, mens en notering på OMX København som tidligere nævnt er en specialistopgave, der som oftest løses af virksomheden samt dennes rådgivere i form af blandt andet jurister og investeringsbanker. Ofte vil der i denne forbindelse være tale om udarbejdelse af et egentligt prospekt og afhængig af en række faktorer, herunder eksempelvis aktiestørrelsen, vil der være særlige krav til udarbejdelsen af dette prospekt, som afslutningsvis skal gennemgå en godkendelsesprocedure hos finanstillstyret.

I det tilfælde, hvor en bedriftsejer måtte vælge at søge en notering vil det derfor være nødvendigt med en grundig gennemgang af den aktuelle børs' regelsæt i samråd med bedriftsejerens rådgivere.

Uanset hvilken model, der vælges er det imidlertid afgørende, at der udarbejdes et beslutningsgrundlag, hvor der indgår forhold vedrørende blandt andet beskrivelse af virksomheden og dennes forretningsgrundlag, organisation og personale, økonomiske historiske nøgletal og regnskaber, fremadrettede forventninger og budgetter samt værdiansættelse.

Fordelene ved en børsnotering vil potentielt være muligheden for gennemførelsen af et ejerskifte i et marked, hvor det ikke er muligt at sælge til en enkelt køber. Ydermere vil en børsnotering typisk give mulighed for at frembringe langsigtet kapital, hvilket er nødvendigt i det tilfælde, hvor en virksomhed ønskes udviklet samtidig med, at en børsnotering potentielt giver mulighed for en positiv forøgelse af markedsværdien. Derudover kan i øvrigt nævnes en øget eksponering samt bedre exit-muligheder for aktionærerne.

Ulemperne er imidlertid blandt andet, at en notering er omkostningstung og desuden medfører en forøgelse i virksomhedens administrative byrder samt skærpede krav til vækst og resultater, informationsmængde og regnskabsaflæggelse. Herudover kommer at en eventuel skattefri virksomhedsomdannelse ikke giver landmanden mulighed for genanbringelse af ejendomsavance jf. ovenfor.

Igen er det imidlertid værd at understrege, at der er stor forskel alt afhængig af hvilken børs der vælges. Dette gælder både i forhold til udnyttelse af de fordele, der knytter sig til en notering samt de ulemper virksomheden må acceptere. Dette må imidlertid bero på en konkret vurdering foretaget af bedriftsejeren i samråd med sine forskellige rådgivere med ekspertise inden for specielt skat, jura og økonomi.

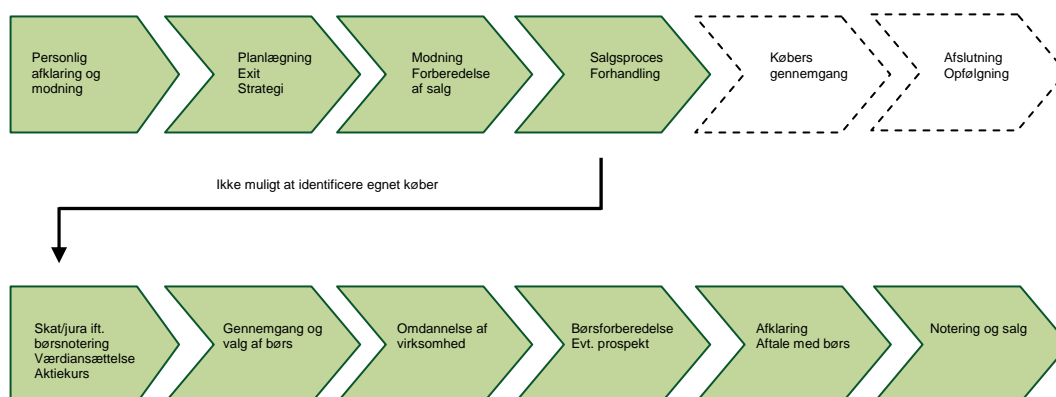
7. Koncept og afslutning

De store landbrug er ofte af en sådan størrelse, at et ejerskifte til enkeltpersoner er vanskeligt som følge af det store kapitalbehov. En børsnotering på en af de danske børser, er i denne forbindelse en mulighed for et ejerskifte hos de store landbrug. Denne form for ejerskifte er ikke udbredt, men vurderes som et alternativ til de mere traditionelle former. På denne baggrund er nærværende undersøgelse blevet gennemført med henblik på at afdække såvel mulighederne som interessen hos de bedriftsejere, der står over for at skulle ejerskifte inden for en overskuelig årrække.

Muligheden er til stede og principielt kan en personligt ejet bedrift omdannes til en virksomhed og dernæst noteres på en af de fire danske børser Dansk OTC, Dansk AMP, OMX København samt First North, der drives af de forskellige børser, der indgår i OMX-samarbejdet. Det er i denne forbindelse nødvendigt, at der foretages en vurdering af de forskellige børser, idet der er stor forskel på de forskellige noteringskrav, der stilles. Dansk OTC må i denne forbindelse betragtes som den børs med de mest lempelige optagelseskrav, mens en notering på OMX København som tidligere nævnt er en specialistopgave, der som oftest løses af virksomheden samt dennes rådgivere i form af blandt andet jurister og investeringsbanker.

Forberedelsesprocessen er mangfoldig og kræver som beskrevet ovenfor mange forskellige tiltag. Disse relaterer sig både til generelle udfordringer i forbindelse med ejerskifter, men også udfordringer relateret til en børsnotering, som igen er forskellige afhængig af, hvilken børs der anvendes. Punkter, der må fremhæves er imidlertid afklaring af ejerens skattemæssige forhold samt gennemførelsen af en form for indkomstbaseret værdiansættelse af virksomheden. Generelt set har værdiansættelsen i landbruget i høj grad været fokuseret på indre værdier samt potentielle fremtidige konjunkturgevinster relateret til aktivmassen. Med andre ord er det typisk en kurs/indre værdi betragtning, der tages i anvendelse i forbindelse med en reel ejendomshandel, mens en aktieinvestor i højere grad vurderer og analyserer på baggrund af de indkomstbaserede modeller.

Ejerskiftemodel ved børsnotering



I praksis har undersøgelsens kvalitative interview-del imidlertid anskueliggjort en delt skepsis mod børsnoteringsmodellen, idet alle de adspurgte respondenter ikke finder metoden direkte brugbar.

De primære årsager angives som:

1. De danske landbrugs størrelse: Landbrugene er for små til at danne grundlag for børsnotering
2. Manglende attraktivitet: De danske landbrug har ikke en indtjening, der vil gøre en givet aktie attraktiv for aktieinvestorer.

Samtidig indikerer undersøgelsen, at ejerskifteprocessen blandt danske landbrug stadig i meget høj grad overvejende er karakteriseret ved familieejerskifter.

Hovedparten af respondenterne vurderer imidlertid, at der i fremtiden vil kunne opleves en stigning i antallet af ejerskifter inden for landbruget, hvor en finansiel køber i form af eksempelvis en kapitalfond overtager en bedrift i fri handel. Eventuelt efterfulgt af flere landbrugsopkøb, hvorved den samlede aktivmasse forøges.

Den nye landbrugslov giver også disse muligheder, og en udvikling i denne retning må vurderes at være sammenlignelig med, hvad der er identificeret inden for de mere traditionelle industrielle produktions- og servicevirksomheder. En undersøgelse gennemført af Centre for Economic and Business Research (CEBR) under Copenhagen Business School (CBS) i 2003 viser således, at andelen af finansielle ejerskifter generelt har været stigende i perioden 1995-2003. I 1995 udgjorde finansielle overtagelser ifølge CEBR-undersøgelsen under 2 pct., mens den i 1999 var steget til 22 pct. I 2002 var andelen oppe på 26 pct. Denne tendens vurderes som uændret frem til i dag, og i 2006 var cirka 80 danske virksomheder med tilsammen cirka 80.000 medarbejdere ejet af kapitalfonde.

Flere af de adspurgte vurderer ligeledes, at en børsintroduktion er mere egnet i relation til de danske holdingselskaber, der har landbrugsaktiviteter i udlandet, om end tidspunktet ultimo 2010 ikke anses som gunstigt for aktuelle tiltag.

Bilag 1 – spørgeskema

Forventer du at gennemføre et salg eller et generationsskifte inden for de næste

5 år	20 %
5-10år	40 %
Senere	40 %

Hvis du vil gennemføre et salg eller et generationsskifte, vil du så foretage en overdragelse til

Familie	90 %
Medarbejdere	-
Andre relaterede	-
Eller sælge virksomheden i fri handel	10 %

Har du afklaret fordele og ulemper ved forskellige overdragelsesmetoder

Ja	80 %
Nej	20 %

Har du overvejet at sætte din virksomhed på aktier, og herefter sælge aktierne på en aktiebørs

Ja	0 %
Nej	100 %

Har du kendskab til hvilke aktiebørser, der findes, og hvordan de fungerer

Ja	80 %
Nej	20 %

Er der nogle inden for din bekendtskabskreds, der har benyttet børsmodellen i forbindelse med et salg eller et generationsskifte

Ja	0 %
Nej	100 %

Er der nogle inden for din bekendtskabskreds, der har benyttet en anden form for aktiemodel i forbindelse med et salg eller et generationsskifte

Ja	20 %
Nej	80 %

Tror du aktiemodellen vil blive benyttet i forbindelse med børsintroduktioner i fremtiden

Ja	0 %
Nej	100 %

Tror du en anden aktiemodel vil blive benyttet i forbindelse med ejerskifte i fremtiden

Ja	90 %
Nej	10 %