

Notat udarbejdet af Kenneth Kjeldgaard, Finans og Formue for projekt Ejerskifte 2020

Nye og alternative finansieringsformer – løsningsforslag

Med introduktion af nye og alternative finansieringsformer er der åbnet op for nye konstruktionsmuligheder ved ejerskifte. Dette notat opstiller tre forskellige forslag til, hvordan et ejerskifte kan finansieres i dag. Løsningsforslagene er baseret på to ejerskiftecases med husdyrproduktion under forskellige ejerformer.

Ved enhver ejerskiftesag skal køber og sælger tage stilling til, hvorvidt hele eller dele af bedriften skal erhverves eller afsættes.

Ønsker sælger at afhænde hele bedriften, er det mest almindelige at sælge til én køber. Umiddelbart gør det processen mere simpel, men det gør også sælger afhængig af, at køber kan få finansieret handlen. Sælger kan også vælge at splitte ejendommen op og sælge delene hver for sig. Herved mindskes kapitalkravet, og køber får alt andet lige større chance for at få finansieret købet. Ulempen er, at salgsprocessen bliver mere kompliceret.

Køber har ligeledes nogle overvejelser og skal tage stilling til graden af selveje og ejendomskonstruktion. Ønsker køber at eje hele produktionsapparatet eller alternativt at leje eller forpagte hele eller dele af produktionsapparatet? Indgår køber i et familiekøb, glidende generationsskifte, er der tale om fri handel, eller er køber del af et kompagniskab i selskabsform?

Dette er blot nogle af de overvejelser, køber og sælger skal gøre sig, hvilket illustrerer, at der (heldigvis) er adskillige løsningsforslag for at få ejerskifteklubalen til at gå op. Det gør også, at notatet ikke kan behandle dem alle, men skal ses som et inspirationskatalog.

Cases

Som notatet omkring "Nye og alternative finansieringsformer" beskriver, har finansieringslandskabet efter finanskrisen ændret sig og medført, at det ikke længere er så let at opnå en traditionel finansiering uden betydelig egenkapitalfinansiering.

Notatet opstiller to cases, som tager udgangspunkt i en kvæg- og en svinebedrift, da det antages, at ejerskifteudfordringen er størst ved husdyrejendomme. Det antages dermed også, at planteavlsejendomme er lettere at omsætte, hvorfor de ikke er omdrejningspunktet for notatet. Dog kan købere og sælgere af planteavlsejendomme med fordel læse med, da deres udfordringer indirekte også behandles i notatet.

Case-ejendommene tager udgangspunkt i to handler foretaget i 2013 og 2015. Ejendommenes produktionsomfang og finansiering er ændret, således at bedrifterne er fuldt anonymiserede, men under hensyntagen til den oprindelige finansieringssammensætning.

Case 1: Kvægejendom

Den første case er køb af en kvægejendom i 2015 med en salgspris på 53,35 mio. kr. fordelt på 225 ha. jord i drift, 25 ha. jord ikke er i drift, 325 stk. årskøer med 325 stk. opdræt, lagerbygninger, siloer, foderbeholdninger, maskiner og 1 stuehus.

Tabel 1: Udgangspunktet for værdiansættelse

325 årskøer	kr.	10.500	kr.	3.412.500
225 ha i drift	kr.	130.000	kr.	29.250.000
25 ha ikke i drift	kr.	10.000	kr.	250.000
Bygninger				
325 køer	kr.	35.000	kr.	11.375.000
325 kvier	kr.	12.500	kr.	4.062.500
Lagerbygninger + siloer og beholdninger			kr.	2.500.000
Maskiner			kr.	1.000.000
Stuehus			kr.	1.500.000
I alt			kr.	53.350.000

Køber har selv en opsparing på 850.000 kr., hvilket medfører et samlet finansieringsbehov på 53,13 mio. kr.

Tabel 2: Egenfinansiering og finansieringsbehov

Opsparing	kr.	850.000
Omkostninger handel	kr.	628.445
Egenfinansiering	kr.	221.555
<hr/>		
Finansieringsbehov	kr.	53.128.445

Case 2: Svineejendom

Den anden case omhandler køb af en svineejendom i 2013 med en salgspris på 49,255 mio. kr. fordelt på 200 ha. jord i drift, 25 ha. jord ikke i drift, 900 søer med smågrise og tilhørende bygninger og 1 stuehus.

Tabel 3: Udgangspunktet for værdiansættelse

900 søer med smågrise	kr.	4.450	kr.	4.005.000
200 ha i drift	kr.	135.000	kr.	27.000.000
25 ha ikke i drift	kr.	10.000	kr.	250.000
Bygninger				
900 søer med smågrise	kr.	15.556	kr.	14.000.000
Maskiner			kr.	2.000.000
Stuehus			kr.	2.000.000
I alt			kr.	49.255.000

I case 2 har køber en opsparing på 1.035.000 kr., hvilket medfører et finansieringsbehov på 48,82 mio. kr.

Tabel 4: Egenfinansiering og finansieringsbehov

Opsparing	kr.	1.035.000
Omkostninger handel	kr.	597.733
Egenfinansiering	kr.	437.268
Finansieringsbehov	kr.	48.817.733

Finansieringssammensætning

I vores 2 cases har køberne en opsparing på hhv. 850.000 kr. og 1.035.000 kr. til egenfinansiering.

Som det fremgår af beregningen af finansieringsbehovet, reduceres egenfinansieringen kraftigt af handels-, finansierings- og rådgivningsomkostninger. For at have en chance for at finansiere bedriften og leve op til traditionelle kreditgiveres finansieringskrav har køberne i begge cases søgt restfinansiering og sikkerhedsstillelse hos andre aktører.

Tabel 5 og 6 viser finansieringssammensætningen for de to cases.

Tabel 5: Case 1 - Finansieringssammensætning

Tabel 6: Case 2 - Finansieringssammensætning

Finansiering - Case 1				Finansiering - Case 2			
			Andel				Andel
Realkreditlån	kr.	32.242.694	60,44%	Realkreditlån	kr.	33.499.428	68,01%
Pengeinstitutlån	kr.	15.908.970	29,82%	Pengeinstitutlån	kr.	7.880.800	16,00%
Leasing	kr.	917.381	1,72%	Pantebrevslån	kr.	2.512.005	5,10%
Anden gæld	kr.	4.059.400	7,61%	Vækstlån	kr.	4.925.500	10,00%
Egenfinansiering	kr.	221.555	0,42%	Egenfinansiering	kr.	437.268	0,89%
			100,00%				100,00%
Driftskredit	kr.	2.000.000		Driftskredit	kr.	2.500.000	

Case 1 er en I/S konstruktion, hvor køber har overtaget halvdelen af gælden i en eksisterende bedrift, men hæfter for hele gælden. Det fremgår, at køber har opnået 90 % finansiering af bedriftens købesum igennem realkredit og pengeinstitut, hvilket som udgangspunkt er højt, når stigende kapitalkrav tages i betragtning. I dette tilfælde opvejes det dog af, at pengeinstituttet foruden køber også har personlig hæftelse fra anden ejer i I/S. Ved oprettelse af et I/S er de faktiske handels-, finansierings- og rådgivningsomkostninger mindre end opgivet i tabel 2, men til illustration og sammenligning af alternativer fastholdes omkostningsniveauet gennem notatet.

Case 2 er en konstruktion i personligt regi købt i fri handel, og i dette tilfælde har køber opnået 84 % af bedriftens købesum i realkredit- og pengeinstitutbelåning. Restfinansiering på 16 % af købesummen består i et pantebrevslån, et vækstlån og egenfinansiering.

Begge cases illustrerer, at der er søgt andre finansieringskilder end traditionel realkredit- og pengeinstitutbelåning. Indenfor landbruget er I/S finansieringsløsningen i case 1 nok mest velkendt, mens køber i case 2 har søgt mere alternativ restfinansiering hos Vækstfonden og andre investorer til køb af hele bedriften. Begge løsninger har medført et ejerskifte med delvist og fuldt ejerskab af en landbrugsejendom, hvor det er lykkedes at få finansieringskabalens til at gå op.

Case 1 og 2 er dog ikke udtømmende for hverken løsningsforslag eller finansieringssammensætning, og i takt med at kravene til egenfinansiering er øget, er det ikke givet, at casene vil kunne opnå finansiering i

dag. Derfor er det relevant at undersøge, hvordan casene alternativt også vil kunne ejerskiftes ud fra andre ejer- og finansieringsformer.

Løsningsforslag

Notatet opstiller tre løsningsforslag med udgangspunkt i produktionsomfang og købspriser fra case 1 og 2. Fælles for løsningsforslagene er, at køber driver hele bedriften, hvilket opfyldes ved enten køb af hele bedriften, eller køb af besætning, bygninger og maskiner med forpagtning af jord, eller en løsning med køb af besætning og leje af bygningsapparat med maskiner samt forpagtning af jord.

Forudsætningen er, at køber er kreditvurderet og har økonomiske og produktionsmæssige egenskaber i bedste 1/3.

Løsningsforslagene er opstillet efter, at køber i første forslag har mulighed for at finansiere et køb af hele bedriften. Hvis ikke det er muligt for køber at rejse den nødvendige kapital til køb af hele bedriften, kan køber overveje kun at købe en del af bedriften og alternativt forpagte resten af bedriften, hvilket illustreres i løsningsforslag 2. I løsningsforslag 3 vises et eksempel, hvor køber har mindst mulig kapitalbinding kun med køb af besætning.

I løsningsforslag 2 med køb af besætning, bygning og maskiner forudsættes det, at der medfølger tilstrækkelig jord til, at køber i tinglysningsforstand har erhvervet en landejendom, således det er muligt at opnå realkreditpant i besætningen. Alternativt kan/vil realkreditinstituttet ikke belåne besætningsværdien, som i så fald skal belånes af andre aktører, som sikkerhedsmæssigt har mulighed for at få virksomhedspant i stedet.

Der findes naturligvis andre løsninger, som afhænger af finansieringsmuligheder og produktionsform, da der er forskel på, hvor stor en andel de enkelte produktionselementer udgør af den samlede finansiering.

Tabel 7 og 8 viser værdisætning og finansieringsbehov for løsningsforslag.

Tabel 7: Case 1 – Værdisætning og finansieringsbehov

Case 1: Kvæg	Køb af hele bedriften	Køb af besætning, bygninger og maskiner	Køb af besætning
Jord	kr. 29.500.000		
Bygninger og maskiner	kr. 20.437.500	kr. 20.437.500	
Besætning	kr. 3.412.500	kr. 3.412.500	kr. 3.412.500
Købspris	kr. 53.350.000	kr. 23.850.000	kr. 3.412.500
Opsparing	kr. 850.000	kr. 850.000	kr. 850.000
Omkostninger handel	kr. 628.445	kr. 407.195	kr. 50.000
Egenfinansiering	kr. 221.555	kr. 442.805	kr. 800.000
Finansieringsbehov	kr. 53.128.445	kr. 23.407.195	kr. 2.612.500

Tabel 8: Case 2 – Værdisætning og finansieringsbehov

Case 2: Svin	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner	Køb af besætning
Jord	kr.	27.250.000		
Bygninger og maskiner	kr.	18.000.000	kr.	16.000.000
Besætning	kr.	4.005.000	kr.	4.005.000
Købspris	kr.	49.255.000	kr.	20.005.000
Opsparing	kr.	1.035.000	kr.	1.035.000
Omkostninger handel	kr.	597.733	kr.	378.358
Egenfinansiering	kr.	437.268	kr.	656.643
Finansieringsbehov	kr.	48.817.733	kr.	19.348.358
			kr.	3.020.000

Det fremgår af oversigterne i tabel 7 og 8, at kapitalbinding og finansieringsbehov falder i takt med, at jorden og produktionsapparatet fravælges. Resultatet er, at købers opsparing og dermed egenkapitalandel øges i forhold til investeringen. Det giver dog andre udfordringer, som illustreret i tabel 9, der viser egenkapitalandelen for hver case og de største umiddelbare udfordringer for hver løsningsmulighed.

Tabel 9: Egenkapitalandel og udfordringer

Egenkapital	Køb af hele bedriften	Køb af besætning, bygninger og maskiner	Køb af besætning
Case 1	0,42%	1,86%	23,44%
Case 2	0,89%	3,28%	24,59%

Udfordringer	Egenkapitalkrav	Egenkapitalkrav	Driftskredit
		Belåningsprocent - realkredit	Leje og forpagtningsafgift
		Forpagtningsafgift	

Med en egenkapital på under 1 % i løsningsforslag 1 er udfordringerne ved køb af hele bedriften indlysende. Fastholdes egenkapitalkravet hos finansieringsudbydere, er det nødvendigt enten at fremskaffe ekstra egenkapital eller foranstående fremmedkapitalfinansiering. En sådan løsning vil alt andet lige medføre højere kapitalomkostninger.

I løsningsforslag 2 har køber samme udfordringer som ved køb af hele bedriften. Egenkapitalen er som udgangspunkt for lille til at garantere, at bedriften kan finansieres af realkredit og pengeinstitut. Derfor står køber også i løsningsforslag 2 overfor at skulle fremskaffe ekstra egenkapital eller foranstående fremmedkapitalfinansiering. Derudover vil der være risiko for, at belåningsprocenten i besætning, bygninger og maskiner af kreditmæssige årsager sænkes fra realkredit- og pengeinstitutts side. Det stiller yderligere krav til ekstra finansiering, som samlet set medfører højere kapitalomkostninger. Sidste udfordring ved løsningsforslag 2 er størrelse og følsomhed på forpagtningsafgiften.

I løsningsforslag 3 er de største udfordringer bevilling af driftskredit og størrelse og følsomhed på leje- og forpagtningsafgifter. Dertil kan der være en ekstra udfordring i også at skulle fremskaffe ekstra kapital eller sikkerhed for investeringslånet til besætningen, hvis egenkapitalandelen ikke er tilstrækkelig høj. I disse 2 cases vurderes det, at en egenkapitalandel på over 20 % vil være tilstrækkelig til, at køber ikke skal fremskaffe yderligere kapital eller sikkerhed til investeringslånet. Det kan ikke dog ikke garanteres, da det også afhænger af andre faktorer.

Med opstilling af købers forskellige løsningsmuligheder og udfordringer vil næste naturlige skridt være at opstille forslag til finansiering af ejerskiftet. Inden da er det dog nødvendigt, at køber gør sig nogle overvejelser om valg af ejerform, da det har stor indflydelse på den endelige finansieringsløsning.

Overvejelser inden finansieringssammensætning

En endelig finansieringsløsning afhænger i høj grad af kapitaludbydernes egenkapitalkrav, afkastkrav og valg af selskabsform. Derfor skal køber have overblik over finansieringsmarkedets aktører og muligheder. Nedenfor gives en kort beskrivelse af de forskellige løsningsmuligheder, køber skal overveje inden endelig beslutning om finansieringsløsning.

Løsningsforslag 1 og 2

Er udgangspunktet 100 % selveje, vil køber i de fleste tilfælde gerne finansiere den første del af ejerskiftet gennem realkredit- og pengeinstitutbelåning. I dag sker det fortrinsvis under forudsætning af en eller anden form for egenfinansiering, hvis størrelse afhænger af kreditvurdering af både køber- og ejendomssammensætning. Ved en fri handel er det ikke ualmindeligt, at der er krav om 20-30 % i egenfinansiering.

Derfor vil det i mange tilfælde være nødvendigt at fremskaffe ekstra kapital for at sikre fuld finansiering. Er udgangspunktet 100 % selveje, viser tabel 10 en oversigt over aktører, som kan være med til at fremskaffe den sidste del af finansieringen.

Tabel 10: Finansieringspartnere ved 100 % ejerskab

PERSONLIG EJET (100 %)
Egenfinansiering
Dansk Landbrugskapital
Vækstfonden (etableringslån)
LFB
Vækstfonden (Vækstlån)
Sælgerpantebrev
Erhvervsobligationer
Crowdfunding
Pengeinstitutlån
Earn-out
LFB (garanti for driftskredit)

Efter handels-, finansierings- og rådgivningsomkostninger er der generelt ingen eller kun meget lille egenfinansiering. Det medfører, at finansieringssammensætningen i de fleste tilfælde skal foretages ud fra løsningsmulighederne i tabel 11.

Tabel 11: Finansieringspartnere ved lille eller ingen egenfinansiering

INGEN EGENFINANSIERING
Realkreditfinansiering
Pengeinstitutfinansiering LFB/Vækstfonden
Crowdfundinglån Ekstern investorlån
Sælgerpantebreve Earn-out
Etableringslån (Vækstfonden)

Er det ikke muligt at rejse finansieringen fra ovenstående aktører, kan køber søge kapital fra medinvestorer mod til gengæld at afgive en andel af ejerskabet. Herved udvides kredsen af aktører, jf. oversigten i tabel 12.

Tabel 12: Finansieringspartnere i selskabsform

SELSKABSFORM
Ekstern investor Sælger (investor)
Egenfinansiering Dansk Landbrugskapital Vækstfonden (etableringslån) LFB Sælgerpantebrev Erhvervsobligationer Crowdfunding Pengeinstitutlån
Earn out
LFB (garanti for driftskredit)

Med ekstern(e) investor(er) og sælger som nye aktører får køber bedre mulighed for at rejse nødvendig kapital.

Løsningsforslag 3

AP pension lancerede gennem Dansk Farm Management en såkaldt forpagtningsmodel, hvor jord og produktionsapparatet forpagtes, mens køber selv erhverver og finansierer besætning og maskiner. Konstruktionen kan også benyttes af en ekstern investor eller sælger, der sammen med køber frit kan aftale indholdet i forpagtningsmodellen og dermed også graden af ekstern kapital. Tabel 13 viser mulige aktører i en forpagtningsløsning.

Tabel 13: Finansieringspartnere ved "forpagtningsløsning"

"FORPAGTNINGSLØSNING"
Ekstern investor
Sælger
AP Pension
Egenfinansiering
Dansk Landbrugskapital
Vækstfonden (etableringslån)
LFB
Sælgerpantebrev
Erhvervsobligationer
Crowdfunding
Pengeinstitutlån
Earn out
LFB (garanti for driftskredit)

Valg af finansiering og indtjeningspotentiale

Efter at køber har gjort sig overvejelser og skabt overblik over sine finansieringsmuligheder, er tiden inde til at få opstillet konsekvensberegninger for forslagene. I denne fase er det vigtigt, at finansieringen sammenholdes med forslagenes indtjeningspotentiale for derigennem at vurdere sandsynligheden for at kunne gennemføre ejerskiftet.

Første skridt er at opstille finansieringsforslag for case-alternativerne. Ved køb af hele bedriften tager belåningen udgangspunkt i casenes opnåede realkredit- og pengeinstitutbelåning. Herudfra konstrueres finansieringseksempler ud fra et minimums-egenkapitalkrav på 10 % samt en maksimal belåningsprocent på 75 % for pengeinstitutlån. I alle alternativer stiller pengeinstituttet en driftskredit til rådighed.

Det betyder, at minimum 25 % af belåningen skal fremskaffes fra egenfinansiering og andre aktører. I de to første løsningsforslag sammensættes restfinansieringen ved optagelse af Vækstlån og Etableringslån fra Vækstfonden. I sidste alternativ optages et LFB-lån, som også stiller garanti for driftskredit.

Tabel 14 og 15 viser finansieringsforslag for case-alternativerne.

Tabel 14: Finansieringsforslag

Case 1: Kvæg	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
Realkreditlån	kr. 32.010.000	60,00%	kr. 11.925.000	50,00%		
Pengeinstitutlån	kr. 8.002.500	15,00%	kr. 4.770.000	20,00%	kr. 1.306.250	50,00%
Vækstlån	kr. 8.002.500	15,00%	kr. 4.770.000	20,00%		
LFB-lån					kr. 1.306.250	50,00%
Etableringslån	kr. 5.110.930	9,58%	kr. 1.942.195	8,14%		
Egenfinansiering	kr. 221.555	0,42%	kr. 442.805	1,86%		
I alt	kr. 53.347.485	100,00%	kr. 23.850.000	100,00%	kr. 2.612.500	100,00%
Driftskredit	kr. 2.000.000		kr. 2.000.000		kr. 2.000.000	

Tabel 15: Finansieringsforslag

Case 2: Svin	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
Realkreditlån	kr. 33.494.502	68,00%	kr. 10.002.500	50,00%		
Pengeinstitutlån	kr. 5.418.050	11,00%	kr. 4.001.000	20,00%	kr. 1.510.000	50,00%
Vækstlån	kr. 5.418.050	11,00%	kr. 4.001.000	20,00%	kr. 1.510.000	50,00%
LFB-lån						
Etableringslån	kr. 4.487.131	9,11%	kr. 1.343.858	6,72%		
Egenfinansiering	kr. 437.268	0,89%	kr. 656.643	3,28%		
I alt	kr. 49.255.000	100,00%	kr. 20.005.000	100,00%	kr. 3.020.000	100,00%
Driftskredit	kr. 2.500.000		kr. 2.500.000		kr. 2.500.000	

Det forudsættes, at Vækstfonden og LFB får samme belåningsandel som pengeinstituttet. I alternativ 2 antages en realkredit- og pengeinstitutbelåning på henholdsvis 50 % og 20 % til køb af besætning, bygninger og maskiner. Antagelsen sker velvidende, at køber højst sandsynlig vil blive tilbudt en lavere samlet belåningsgrad på grund af lav realisationsværdi af produktionsapparatet på en såkaldt lille jordlod. Den mindre belåningsværdi vil typisk medføre højere finansieringsomkostninger. Håbet er dog, at efterspørgslen efter denne type løsning på sigt vil kunne medføre mindre realisationsrisiko og dermed også større sandsynlighed for at opnå forudsatte belåningsgrad.

Tabel 16 og 17 viser alternativernes estimerede renteomkostninger, hvor halvdelen af realkreditbelåningen er fastforrentet, og den anden halvdel er variabelt forrentet. Alle øvrige lån er variabelt forrentede.

Tabel 16: Renteomkostninger

Case 1: Kvæg	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
Realkreditlån	kr. 32.010.000	2,50%	kr. 790.162	kr. 11.925.000	2,50%	kr. 294.367
Pengeinstitutlån	kr. 8.002.500	6,00%	kr. 448.691	kr. 4.770.000	6,00%	kr. 267.448
Vækstlån	kr. 8.002.500	8,00%	kr. 600.148	kr. 4.770.000	8,00%	kr. 357.726
LFB-lån						
Etableringslån	kr. 5.110.930	8,00%	kr. 408.874	kr. 1.942.195	8,00%	kr. 155.376
Egenfinansiering	kr. 221.555	0,00%	kr. -	kr. 442.805	0,00%	0,00%
Driftskredit	kr. 2.000.000	7,00%	kr. 70.000	kr. 2.000.000	7,00%	kr. 70.000
I alt	kr. 2.317.875			kr. 1.144.917		kr. 241.202

Tabel 17: Renteomkostninger

Case 2: Svin	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
Realkreditlån	kr. 33.494.502	2,50%	kr. 826.807	kr. 10.002.500	2,50%	kr. 246.910
Pengeinstitutlån	kr. 5.418.050	6,00%	kr. 303.784	kr. 4.001.000	6,00%	kr. 224.331
Vækstlån	kr. 5.418.050	8,00%	kr. 406.327	kr. 4.001.000	8,00%	kr. 300.055
LFB-lån						
Etableringslån	kr. 4.487.131	8,00%	kr. 358.970	kr. 1.343.858	8,00%	kr. 107.509
Egenfinansiering	kr. 437.268	0,00%	kr. -	kr. 656.643	0,00%	kr. -
Driftskredit	kr. 2.500.000	7,00%	kr. 105.000	kr. 2.500.000	7,00%	kr. 105.000
I alt	kr. 2.000.888			kr. 983.805		kr. 302.906

Næste skridt er at sammenholde finansieringssammensætninger med beregnet indtjeningspotentiale, og da løsningsforslag 2 og 3 er afhængige af forpagtning af jord og leje af stald, kræver beregningerne, at der fastsættes forpagtnings- og lejepriser. Forpagtningsafgiften er fastsat til 1.750 kr. ekskl. EU-støtte pr. ha., og staldanlæg inkl. maskiner er fastsat til hhv. 3.750 kr. pr. årsko og 1.100 kr. pr. årso.

Tabel 18 og Tabel 19 viser følsomheden på forpagtningsafgiften og leje for indtjeningen for begge driftsgrene afhængig af løsningsforslag. Alle beregninger er "alt andet lige" betragtninger.

Tabel 18: Indtjening ved ændring i afgift

Forpagtning			
Pris pr. ha	Kvæg	Svin	
kr. 1.450	kr. 67.500	kr. 60.000	
kr. 1.550	kr. 45.000	kr. 40.000	
kr. 1.650	kr. 22.500	kr. 20.000	
kr. 1.750	kr. -	kr. -	
kr. 1.850	kr. -22.500	kr. -20.000	
kr. 1.950	kr. -45.000	kr. -40.000	
kr. 2.050	kr. -67.500	kr. -60.000	

Tabel 19: Indtjening ved ændring i leje

Leje af stald			
Pris pr årsko	Kvæg	Pris pr. årso	Svin
kr. 3.000	kr. 243.750	kr. 800	kr. 270.000
kr. 3.250	kr. 162.500	kr. 900	kr. 180.000
kr. 3.500	kr. 81.250	kr. 1.000	kr. 90.000
kr. 3.750	kr. -	kr. 1.100	kr. -
kr. 4.000	kr. -81.250	kr. 1.200	kr. -90.000
kr. 4.250	kr. -162.500	kr. 1.300	kr. -180.000
kr. 4.500	kr. -243.750	kr. 1.400	kr. -270.000

Tabel 20 og 21 viser driftsresultatet for kvæg og svin ud fra valgte finansieringsforslag. Tabellerne viser alternativernes estimerede driftsresultat for 2017 fordelt på gennemsnit og bedste tredjedel.

Driftsresultatet er beregnet ud fra alternativernes resultat før finansiering og deres respektive finansieringsomkostninger, og dermed også ekskl. ejer aflønning. Resultatet før finansiering er estimeret ud fra en fremskrivning af 2015 resultater fra Økonomidatabasen korrigeret med prognosepriser for 2017.

Tabel 20: Driftsresultat for kvæg

Case 1: Kvæg	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
	Gennemsnit	Bedste 1/3	Gennemsnit	Bedste 1/3	Gennemsnit	Bedste 1/3
Resultat før finansiering	kr. 1.913.000	kr. 2.792.000	kr. 1.424.000	kr. 2.055.000	kr. 1.424.000	kr. 2.055.000
Renteudgifter	kr. 2.317.875	kr. 2.317.875	kr. 1.144.917	kr. 1.144.917	kr. 241.202	kr. 241.202
Forpagtningsudgifter, jord			kr. 393.750	kr. 393.750	kr. 393.750	kr. 393.750
Leje af staldbygninger					kr. 1.218.750	kr. 1.218.750
Driftsresultat	kr. -521.474	kr. 357.526	kr. -196.051	kr. 434.949	kr. -476.375	kr. 154.625
Driftsresultat/investering	-0,98%	0,67%	-0,37%	0,82%	-0,89%	0,29%

Tabel 21: Driftsresultat for Svin

Case 2: Svin	Køb af hele bedriften		Køb af besætning, bygninger og maskiner		Køb af besætning	
	Gennemsnit	Bedste 1/3	Gennemsnit	Bedste 1/3	Gennemsnit	Bedste 1/3
Resultat før finansiering	kr. 647.000	kr. 1.955.000	kr. 158.000	kr. 1.456.000	kr. 158.000	kr. 1.456.000
Renteudgifter	kr. 2.000.888	kr. 2.000.888	kr. 983.805	kr. 983.805	kr. 302.906	kr. 302.906
Forpagtningsudgifter, jord			kr. 350.000	kr. 350.000	kr. 350.000	kr. 350.000
Leje af staldbygninger					kr. 990.000	kr. 990.000
Driftsresultat	kr. -1.412.860	kr. -104.860	kr. -1.214.711	kr. 83.289	kr. -1.498.400	kr. -200.400
Driftsresultat/investering	-2,87%	-0,21%	-2,47%	0,17%	-3,04%	-0,41%

Som det fremgår, er der stor forskel på driftsresultaterne målt på gennemsnittet og bedste tredjedel i hvert alternativ og alternativerne imellem. Desuden er hovedparten af driftsresultater negative. Af de positive scenarier synes ingen at være attraktive, og det er meget tvivlsomt, om der kan fremskaffes finansiering til disse alternativer. Det skyldes, at driftsresultat er for lille i forhold til den samlede investering, hvis procentvise andel er beregnet nederst i tabellen.

Nøgletallet giver et godt indtryk af risikoen ved at investere i en bedrift ikke blot for køber men også for finansieringspartnere og medinvestorer. Er der tvivl om, hvorvidt produktionsapparatet og købers evner er i bedste tredjedel eller gennemsnitlig, er risikoen et milliontab, og endnu mere hvis der realiseres et driftsresultat i laveste tredjedel.

Det anbefales, at køber sammen med sin(e) rådgiver(e) foretager en grundig analyse af sin egen og bedriftens produktionspotentiale ud fra forskellige følsomhedsberegninger, som gerne skal vise bedriftens drifts- og likviditetsmæssige resultater og risiko. Konsekvensberegningerne skal derefter benyttes til at vurdere, om bedriften og prisen på bedriften er attraktiv. **Hvis ikke afkastet står mål med risikoen, er der som udgangspunkt kun to veje at gå – få reduceret prisen eller find en anden bedrift.**

Andre muligheder – herunder selskabskonstruktioner

Ovenstående beregninger viser med al tydelighed, hvor svært det er at ejerskifte landbrugsbedrifter i dag. I vores tilfælde har to harmoniske kvæg- og svinebedrifter svært ved at tjene tilstrækkeligt til at honorere finansieringsomkostninger og en tilfredsstillende ejerløn. Så hvilke andre muligheder er der, hvis driften ikke er i stand til at betale mellem 4-7 % i finansieringsomkostninger? Det undersøges for hvert løsningsforslag herunder.

Løsningsforslag 1

Den første mulighed er at reducere prisen på bedriften, som under samme finansieringssammensætning giver ca. 100.000 kr. mere på bundlinjen for kvæg og ca. 80.000 kr. for svin for hver gang prisen på jord i drift nedsættes med 10.000 kr. pr ha. Reduceres prisen i stedet på bygninger og maskiner, vil bundlinjen stige med ca. 44.000 kr. for kvæg og ca. 40.000 kr. for svin for hver 1 mio. kr.'s prisnedsættelse. Igen under forudsætning af samme finansiering.

En anden mulighed er at ændre på finansieringssammensætningen.

Som udgangspunkt anbefales det dog ikke at tage mere risiko på sin finansiering ved at ændre halvdelen af realkreditbelåningen fra fastforrentet til at være fuldt finansieret i variabel rente. Eksempelvis vil en fuldt finansieret, variabel forrentet finansiering kunne medføre, at prisen på ejendommen kan fastholdes til en

høj pris. I sidste tilfælde står køber tilbage med hele risikoen. I dette tilfælde er det normalvis bedre at købe en bedrift med en dyrere finansiering til en reduceret købspris. Er køber i stand til at honorere de lidt dyrere finansieringsomkostninger, vil køber efter en kort årrække have mulighed for at refinansiere sig og måske også have nedbragt en del af den yderste omkostningstunge finansiering. Det giver alt andet lige en bedre fremtidig bundlinje end en for dyrt købt bedrift med billig finansiering.

I stedet for at tage mere risiko på sin finansiering anbefales det, at køber forsøger at tiltrække mere tålmodig kapital i en selskabs- eller partnerskabskonstruktion. Det kunne være, hvor bedriften købes i en selskabskonstruktion med indskud af investorkapital til erstatning for en del af lånefinansieringen. Eksempelvis vil tålmodig investorkapital, hvor investor i de første år af investeringen i stedet for løbende afkast honoreres i form af dividende fra driftsoverskuddet samt en højere andel af en eventuel konjunkturgevinst på jord, kunne booste driftsresultatet. Alt andet lige vil et højt indskud også reducere risikoen og renten på foranstående finansiering.

Konstruktionen er vist i tabel 22:

Tabel 22: Investorkonstruktion

Landmand	Investor
A-aktier	B-aktier
Bestemmende indflydelse	Ret til særskilt dividende på x % af driftsoverskud ved et driftsoverskud over x kr.
Ingen ret til særskilt dividende	Afkast på x % af jordprisstigning på hele bedriften efter x år

Investorkapital kan komme fra nuværende ejer, som alternativt i stedet for indskud af investorkapital også har mulighed for at indgå i en earn-out aftale med køber, hvor bedriften sælges til en reduceret pris, mod at sælger får del i fremtidigt overskud.

Alternativt kan earn-out kombineres med indskud af investorkapital, hvor nuværende ejer til gengæld for indskud af tålmodig kapital får et afkast af jordprisstigninger på hele bedriften efter x år. Konstruktionen er mest relevant, hvor nuværende ejer i forvejen har stor egenkapital og en solid likviditet til betaling af avancebeskatning fra salg af bedriften.

Tabel 23 viser aktiekonstruktionen for køber og nuværende ejer kombineret med earn-out.

Tabel 23: Investorkonstruktion med nuværende ejer kombineret med earn-out.

Landmand	Nuværende ejer
A-aktier	B-aktier
Bestemmende indflydelse	Afkast på x % af jordprisstigning på hele bedriften efter x år

Derudover findes adskillige andre løsninger i selskabsform. Det kræver dog, at køber får suppleret sin egenkapital, der som udgangspunkt ikke er kategoriseret som fremmedkapital. Undtagelsen er konvertible obligationer eller etableringslån fra Vækstfonden, hvor sidstnævnte på nuværende tidspunkt kan supplere nyetableredes eksisterende egenkapital op til 15 % af handelsprisen.

Foruden ovenstående kan andre løsningsforslag til at forbedre købers bundlinje eksempelvis være brug af sælgerpantebreve, crowdfunding og andre finansieringsprodukter.

Løsningsmulighed 2

Ligesom ved løsningsmulighed 1 er første mulighed at få reduceret prisen på besætning, bygninger og maskiner. For hver 1 mio. kr. handelsprisen reduceres, forbedres driftsresultatet med ca. 49.000 kr. for både kvæg og for svin.

En anden mulighed er at ændre på finansieringssammensætningen.

Den nuværende ejer kunne være en samarbejdspartner til at opnå billigere finansiering. Især hvis nuværende ejer har egenkapital og/eller råder over en meget billig finansiering på jorden. Er det tilfældet, har nuværende ejer mulighed for at tilbyde køber en lavere forpagtningsafgift end vores udgangspunkt. Tabel 19 viser effekten på driftsresultatet ved en lavere forpagtningsafgift.

Ligeledes kunne nuværende ejer også indgå i en selskabskonstruktion som i løsningsforslag 1, hvor der aftales indskud af aktiekapital samtidig med en earn-out og en længerevarende forpagtningskontrakt. Denne konstruktion kunne også tænkes udvidet med en tilbagekøbsklausul, hvis køber ikke er i stand til at få bedriften til at løbe rundt.

En tilbagekøbsklausul vil alt andet lige også kunne være med til at sikre, at køber har større chancer for at opnå (en tilfredsstillende) realkredit- og pengeinstitutbelåning i ejendommen. De større chancer udspringer af, at klausulen kan være med til at løse udfordringen med finansieringsudbyders usikkerhed for en lav realisationspris. Tilbage er dog stadig, at de fleste realkreditinstitutter gerne søger udlån med 20-30 års løbetid, hvilket kan reducere udlånspotentialer til køb af besætning, bygninger og maskiner.

Som i løsningsmulighed 2 vil køber også kunne købe produktionsapparatet i selskabskonstruktion med indskud af investorkapital til erstatning af en del af lånefinansieringen. Konstruktion og formål er identisk med løsningsforslag 1, nemlig en forbedring af driftsresultatet og nemmere adgang til finansiering.

Løsningsmulighed 3

Ligesom ved løsningsmulighed 1 og 2 er det også muligt at forbedre driftsresultatet ved at reducere indkøbsprisen på besætningen. Men da finansieringsbehovet "kun" er omkring 3 mio. kr., rykker en reduktion i prisen ikke meget ved bundlinjen. Det gør til gengæld en nedsættelse af forpagtningsafgiften eller leje af stald, som vist i tabel 18 og 19, der gengives herunder.

Tabel 18: Indtjening ved ændring i afgift

Tabel 19: Indtjening ved ændring i leje

Forpagtning			
Pris pr. ha	Kvæg	Svin	
kr. 1.450	kr. 67.500	kr. 60.000	
kr. 1.550	kr. 45.000	kr. 40.000	
kr. 1.650	kr. 22.500	kr. 20.000	
kr. 1.750	kr. -	kr. -	
kr. 1.850	kr. -22.500	kr. -20.000	
kr. 1.950	kr. -45.000	kr. -40.000	
kr. 2.050	kr. -67.500	kr. -60.000	

Leje af stald			
Pris pr årsko	Kvæg	Pris pr. årssø	Svin
kr. 3.000	kr. 243.750	kr. 800	kr. 270.000
kr. 3.250	kr. 162.500	kr. 900	kr. 180.000
kr. 3.500	kr. 81.250	kr. 1.000	kr. 90.000
kr. 3.750	kr. -	kr. 1.100	kr. -
kr. 4.000	kr. -81.250	kr. 1.200	kr. -90.000
kr. 4.250	kr. -162.500	kr. 1.300	kr. -180.000
kr. 4.500	kr. -243.750	kr. 1.400	kr. -270.000

En kombination af nedsættelse af forpagtningsafgift og leje af stald vil kunne forbedre driftsresultatet med mere end 300.000 kr. Men som ved de andre alternativer, kræver en mærkbar nedsættelse en forpagter/udlejer med enten en solid egenkapital og/eller en god finansieringssammensætning, som er villig til at gå på kompromis med en højere forpagtningsafgift/leje til gengæld for en anden form for kompensation.

I dette tilfælde har køber ikke et aktiv, som sælger eller investor kan få del i. Derfor er det småt med alternative løsninger i selskabskonstruktion, som kan hjælpe køber til en bedre bundlinje ud fra nuværende produktionsforhold. En form for kompensation kunne være, at køber forpligter sig til en længerevarende forpagtning og leje af jord og produktionsapparat samtidig med, at bortforpagter/udlejer får del i en del af fremtidigt driftsoverskud, så længe forpagtnings- og lejekontrakten gælder.

Et andet alternativ for køber er at alliere sig med Dansk Farm Management og AP Pension. Som udgangspunkt medfører det lidt højere finansieringsomkostninger, men til gengæld kan AP Pension være med til at investere i gården og udvide produktionsomfanget. Derigennem er der mulighed for at øge det årlige driftsresultat i et professionelt setup og med mulighed for en fremtidig rabat på køb af hele gården efter 8 år.

Ligesom ovenfor vil køber i et samarbejde med AP Pension kunne benytte muligheden for, at LFB finansierer køb af besætninger og maskiner samt stiller garanti for driftskredit.

Afsluttende bemærkninger

Formålet med dette notat er at illustrere løsningsforslag til forskellige ejer- og finansieringsformer ud fra to handlede cases. Som notatet viser, er der adskillige aktører og løsningsforslag, men det viser også, at indtjeningspotentialer kan være en barriere for et ejerskifte.

Det er ikke umuligt, men det vurderes dog, at der i de fleste tilfælde tænkes utraditionelt, hvis det skal lykkes at ejerskifte en ejendom i fri handel. Som udgangspunkt kræver det, at køber får beregnet, hvilket produktionspotentiale ejendommen besidder, og vurderet, hvorvidt en ønsket finansieringssammensætning er realistisk.

Ved vurdering af finansieringssammensætning anbefales, at køber sammen med sin(e) rådgiver(e) inddrager alle mulige aktører. Det er ikke altid, den billigste finansiering også er den bedste finansiering på længere sigt. I denne fase er det vigtigt at få inddraget forskellige ejer- og finansieringsformer, så køber præsenteres for andre scenarier end et traditionelt ejerskifte i personligt regi eller i I/S.

Samlet set findes adskillige ejer- og finansieringsformer, hvor den endelige løsning mere eller mindre frit kan aftales. Det giver store frihedsgrader men også mange faldgruber, hvorfor det anbefales køber at søge ekspertbistand hos sin lokale selskabs- og skatteekspert i DLBR.