

Cases - Finansiering med ekstern investor

I løbet af 2017 har SEGES i forbindelse med projekt Ejerskifte 2020 undersøgt mulighederne for finansiering med deltagelse af eksterne investorer. Det er gjort ved interviews med landmænd, som benytter eksterne investorer som samarbejdspartnere.

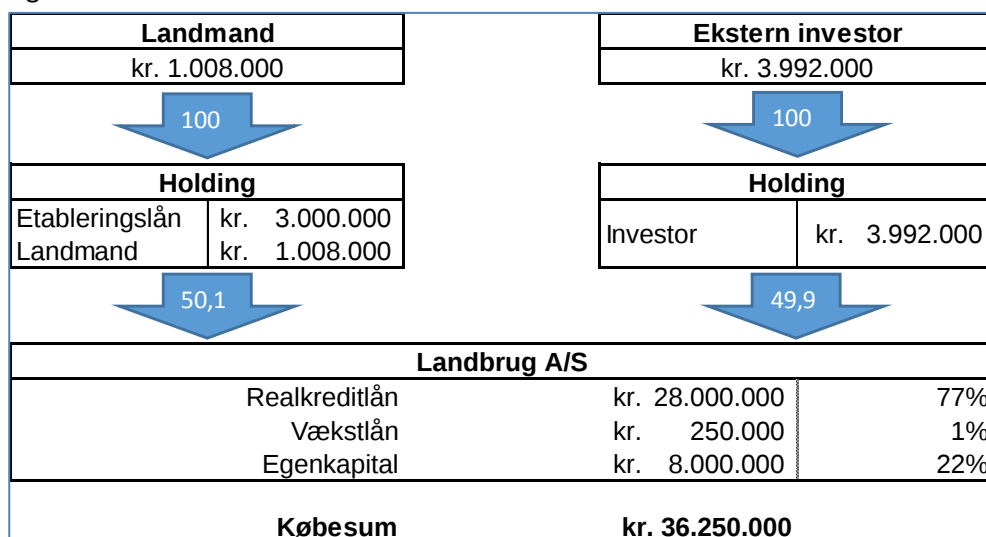
Formålet med notatet er at beskrive to udvalgte landmænds ejerskifteløsninger med og uden bestemmende indflydelse og samtidig stille skarpt på nogle af fordelene og ulemperne ved konstruktionerne. Beskrivelserne er ikke udtømmende, men har til formål at give et overordnet indblik i, hvordan landmænd kan ejerskifte ved at bruge alternativ finansiering.

For uddybende omkring konstruktion samt fordele og ulemper henvises til DLBR ejerskifteekspert.

Case 1: Ekstern investor og Vækstfonden

Den første case beskriver en ung landmand, som ved hjælp af ekstern investor og Vækstfonden fik finansieret en købesum på 36,25 mio. kr. i selskabsform. Konstruktion og finansiering fremgår af figur 1.

Figur 1: Konstruktion Case 1



Som figuren viser, har landmanden bestemmende indflydelse (50,1 %), hvilket er en forudsætning for, at Vækstfonden kan deltage som finansieringspartner. Derudover er det en generel forudsætning for Vækstfondens deltagelse, at også et pengeinstitut deltager som långiver. I denne case stiller pengeinstituttet driftskredit til rådighed samt en byggekredit til udvidelse af den eksisterende produktion.

Den opmærksomme læser har nok opdaget, at realkreditlånet på ejendommen overstiger den maksimale belåningsgrad på 70 %. Derfor er det ikke sikkert, at den planlagte investering vil kunne opnå realkreditbelåning, medmindre en revurdering af ejendommen efter investering resulterer i en højere samlet værdi end den nuværende værdi og investeringsbeløbet.

Fordele

En af fordelene ved konstruktionen med en ekstern investor er, at landmanden har opnået lavere samlede finansieringsomkostninger, end hvis købet skulle finansieres på normale vilkår. Lavere renteudgifter giver et

resultats- og likviditetsmæssigt løft, som enten kan benyttes til at konsolidere bedriften ved ekstra afdrag på gæld, yderligere investeringer eller udlodning af overskud til holdingselskaber.

I dette setup skal landmanden dog være opmærksom på rente- og afdragsforpligtelser på vækst- og etableringslånet i holdingselskabet, ligesom den eksterne investor (sandsynligvis) også vil have et løbende afkast af den indskudte kapital.

En anden fordel er, at finansieringssammensætningen betyder, at landmanden har en form for likviditetsbuffer, da Etableringslånet først er berettiget til renter og afdrag, når virksomheden tjener penge. Derudover kan Vækstfonden udskyde afdrag (og måske renter) på Vækstlån i kvartaler med likviditetsmangel. I den forbindelse har Vækstfonden i de fleste tilfælde på forhånd aftalt med pengeinstituttet, at det også gælder afdrag (og måske renter) på pengeinstitutlån.

Ulemper

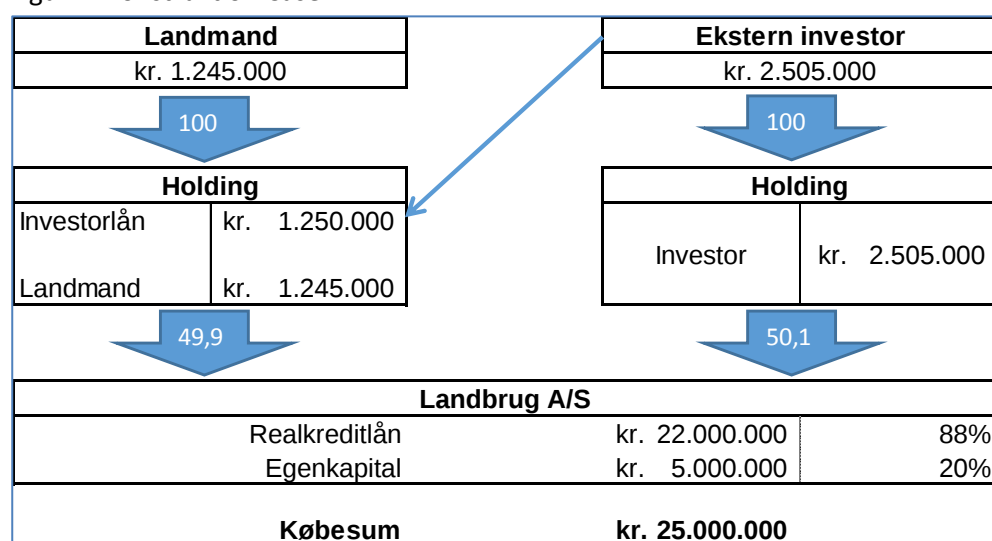
En af ulemperne ved ekstern investorkapital kan være, at det forudsætter en fastlagt forretningsplan med fokus på afkast. Det kan give udfordringer for virksomhedens fleksibilitet og kollidere med landmandens værdisæt, som almindeligvis ikke kun handler om generering af det højeste afkast for enhver pris. Eksempelvis, hvordan forholder investor sig til indkøringsproblemer, svingende markudbytter, staldeffektivitet, priser og konjunkturer, som medfører faldende indtjening og formue? Det skal landmanden have afstemt med investor på forhånd.

Under alle omstændigheder bør Landmanden forvente, at investor har en holdning til, hvordan virksomheden drives, og at investor kræver et afkast, som medfører en mindre samlet indtjening for landmanden. Til gengæld kan den eksterne investor være med til at virkeliggøre drømmen om at være gårdejer – også selvom ejerandelen ikke er 100 %, men 50,1 %.

Case 2: Ekstern investor + investorlån

Case 2 beskriver en ung landmand som ved hjælp af ekstern investor fik finansieret en købesum på 25,00 mio. kr. i selskabsform. Konstruktion og finansiering fremgår af figur 2.

Figur 2: Konstruktion Case 2



Som figuren viser, har landmanden ikke som i første case bestemmende indflydelse (49,9 %), og derfor kan Vækstfonden ikke deltage med et ansvarligt Etableringslån. I stedet har landmanden lånt kapitalen af den eksterne investor.

I denne case stiller et pengeinstitut også driftskredit til rådighed, ligesom der er bevilget en byggekredit til udvidelse af den eksisterende produktion. Som i første case overstiger realkreditfinansieringen den maksimale belåningsgrad på 70 %. Derfor er det usikkert, om planlagte investeringer vil kunne opnå realkreditbelåning, medmindre en revurdering af ejendommen efter investering resulterer i en højere samlet værdi end den nuværende værdi og investeringsbeløbet.

Fordele

En af fordelene ved konstruktionen med ekstern investor er, at landmanden også her har opnået lavere samlede finansieringsomkostninger, end hvis købet skulle finansieres på normale vilkår (inkl. Vækstfonden). I dette tilfælde drager landmanden også fordel af, at den eksterne investor er økonomisk stærk, hvilket alt andet lige giver nemmere (og billigere) adgang til fremmedkapital. Ved overtagelsen har den samlede virksomhed en egenkapital på 5 mio. kr., hvilket er 2 mio. kr. mere end nødvendigt for at finansiere ejendoms købet. Dermed har virksomheden på forhånd en buffer, som gør det nemmere at få bevilget kassekredit og planlagte investeringer på fornuftige betingelser.

Ulemper

En af ulemperne er, at den eksterne investor har bestemmende indflydelse. Derfor er det vigtigt for landmanden at få udarbejdet en ejerftale (tidligere kaldet en aktionærindkomst), som præcist definerer landmandens rettigheder både fra starten af samarbejdet, men også senere hen i forløbet.

I denne case er aftalt en overdragelsesmodel, hvor landmanden efter 5 år har mulighed for at opkøbe yderligere 5 % af ejerandelen hvert år. Dermed vil landmanden efter 5 år kunne opnå bestemmende indflydelse i virksomheden. Indtil da er det planen, at landmanden i samarbejde med den eksterne investor får oparbejdet tilstrækkelig organisatorisk og ledelsesmæssig erfaring til at overtage den bestemmende indflydelse.

En anden ulempe er, at landmanden i dette setup løber en risiko for at blive klemt ud af den eksterne investor. Det kan ske, hvis investorlånet misligholdes. Her vil den eksterne investor kunne gøre krav gældende overfor landmandens holdingselskab, og hvis hverken holdingselskabet eller landmanden har midler til at imødekomme kravet, kan (noget af) kravet imødekommes ved overdragelse af aktierne i holdingselskabet. Herved opnår den eksterne investor fuldt ejerskab.

Afsluttende bemærkninger

Caseeksemplerne viser to af mange forskellige metoder til at konstruere et ejerskifte ved hjælp af ekstern aktiekapital. Umiddelbart er der lige så mange muligheder som potentielle ejerskiftesager, idet ejerandel og ejerftale frit kan aftales/sammensættes.

Med højere krav fra långivere kan ekstern investorkapital være nødvendig, for at ejerskiftet kan lade sig gøre. Ekstern investorkapital kan i mange tilfælde også medvirke til en bedre forhandlingssituation overfor långivere – især hvis den eksterne investor er økonomisk stærk.

Med ekstern investorkapital står landmanden ikke alene med risikoen. Hvis virksomheden giver overskud, deles overskuddet i henhold til ejeraftalen. Hvis virksomheden giver underskud, har den eksterne investors aktiekapital normalvis heller ikke krav på udbytte. Hermed får landmanden tilført tålmodig kapital, som under store konjunkturudsving kan være afgørende for virksomhedens overlevelse.

Uanset om landmanden har bestemmende indflydelse eller ej, er ejeraftalen essentiel. Ejeraftalen skal gerne udarbejdes, så den eksterne investor og landmanden har fælles interesser.

Notatet er udarbejdet af

Kenneth Kjeldgaard

SEGES Finans & Formue ApS

E kkj@seges.dk