

Puljeinvestering af sælgerpantebreve fra landbrug

I løbet af 2017 har SEGES i forbindelse med projektet Ejerskifte 2020 undersøgt mulighederne for puljeinvestering af sælgerpantebreve fra landbruget.

Formålet med puljeinvestering af sælgerpantebreve fra landbruget er at fremskaffe alternativ finansiering til ejerskifte og samtidig løse likviditetsmæssige udfordringer ved udstedelse af sælgerpantebreve som følge af uhensigtsmæssige skatteregler.

Notatet undersøger mulighederne for oprettelse af et likvidt marked for sælgerpantebreve i landbruget til gavn for køber, sælger og investorer. En idé, som ikke er ny, men som før er nævnt som en alternativ finansieringskilde til ejerskifte af landbrugsejendomme.

Køb og salg af sælgerpantebreve i landbruget

Natur- og Landbrugskommissionen udsendte 18. april 2013 en rapport med 44 anbefalinger til regeringen om grøn omstilling af jordbruget i Danmark.

En af anbefalingerne var nye muligheder for finansiering og herunder et marked for sælgerpantebreve:

Det vil også lette landmænds muligheder for at erhverve landbrugsejendomme, hvis der kunne udvikles et marked for køb og salg af sælgerpantebreve. Der kan i den sammenhæng tænkes initiativer for at fremme en standardisering af de udstedte sælgerpantebreve samt initiativer for at sikre handel med sælgerpantebreve, evt. gennem handelsplatforme og/eller etablering af 'market makere'.

Kilde: http://mst.dk/media/mst/65906/3621_NaturLandKomm_Slutrapport_1104_Links.pdf

Idéen er god, men den har desværre ikke udmøntet sig i et konkret tiltag fra hverken regering eller finansielle aktører, som er essentielle partnere for udvikling og gennemførelse af et marked for sælgerpantebreve fra landbrug.

Grundene hertil kan være mange, og en af dem kunne være, at de finansielle aktører stadigvæk slikker sårene efter finanskrisen, hvor blandt andet udstedelse og handel med pantebreve fik en (velfortjent) hård medfart. Af den grund lukkede også næsten alle pantebrevsselskaber, og de få, der er tilbage, beskæftiger sig ikke med landbrug.

For at forslaget skal have relevans, skal det være muligt at opstille en holdbar forretningsmodel for køb og salg af sælgerpantebreve fra landbruget.

Forretningsidé

En succesfuld model for køb og salg af sælgerpantebreve kræver fire væsentlige elementer.

- 1) Efterspørgsel efter produktet (investorer)
- 2) Udbud af produktet (udstedere -> landmænd)
- 3) En eller flere Market Maker(e) og handelsplatform(e)
- 4) Kreditvurdering af sælgerpantebreve i landbruget

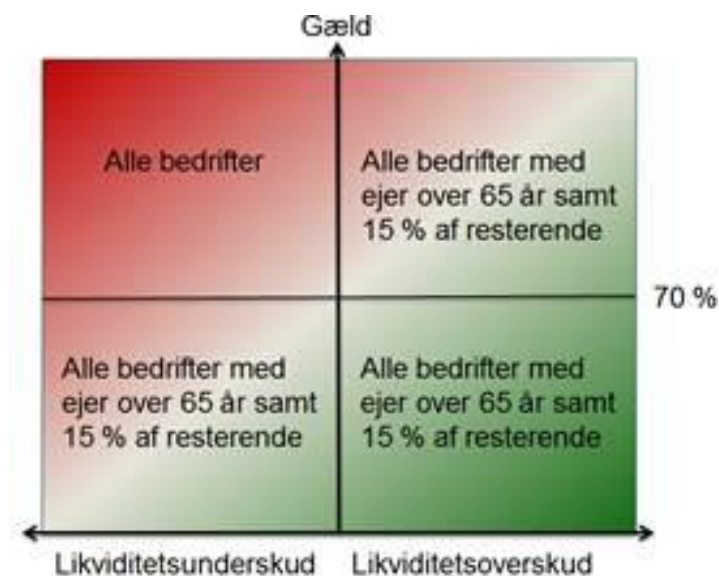
Ad 1) Uden at have foretaget en dybdegående markedsundersøgelse af efterspørgslen vurderes det, at en vel diversificeret portefølje af sælgerpantebreve fra landbruget vil kunne ramme et investorsegment, som allerede nu søger placering af midler i fast ejendom/jord.

Ad 2) SEGES har foretaget en analyse af potentialet af sælgerpantebreve.

Der er anvendt følgende forudsætninger:

Udgangspunktet er, at sælgerpantebrevene udstedes på egenkapitalen i de virksomheder, som potentielt skal omsættes inden for en overskuelig periode i fremtiden. Gruppen af omsætningsmodne ejendomme inden for en overskuelig periode selekteres ud fra "Holdbarhedsmodellen", som inddeler virksomhederne efter likviditetsover-/underskud og gældsprocent (over/under 70 pct.). Princippet bag modellen er, at vurderingen af den enkelte bedrifts placering i modellens kvadranter sker ud fra en konjunkturneutral betragtning, hvor priser, renter, investering og andre konjunkturfølsomme elementer neutraliseres.

I modellens 4 kvadranter antages følgende at være omsætningsmodne:



- Alle bedrifter med gældsprocent over 70 og negativ likviditet ("rød kvadrant")
- Alle over 65 år i de øvrige 3 kvadranter
- 15 % af de resterende i de øvrige 3 kvadranter (procentsatsen er sat ud fra nylig survey ang. fremtidsplaner; fortsætte uændret, ekspandere eller ophøre)

Ved at anvende denne selektion udskilles dels de bedrifter, som af økonomiske årsager står foran et ejerskifte inden for en kortere årrække, dels de bedrifter, hvor ejerens alder medfører et ejerskifte inden for en kortere årrække samt frivillige/ønskede ejerskifter, som hidrører fra, at landmanden ønsker at træde ud af erhvervet af andre årsager.

Beregningen af egenkapitalen tager udgangspunkt i de bogførte værdier i regnskaberne, men der foretages en række korrektioner, så egenkapitalens størrelse modsvarer en mere realistisk markedsværdi. Til det formål har vi skelet til Finanstilsynets vejledning vedrørende værdiansættelse af jord og andre aktiver, hvor de tager udgangspunkt i, at bedriften skal omsættes inden for 6 måneder.

De væsentligste forudsætninger for værdireguleringen er:

- Jordprisen følger Finanstilsynets vejledende jordpriser
- Bygninger, maskiner, inventar og stambesætning er nedskrevet med 20 pct.
- Aktiver er skrevet yderligere 5 pct. ned, svarende til realisationsomkostninger.

Hensættelser til udskudt skat indgår ikke egenkapitalen.

Beregningerne viser, at der ud fra disse forudsætninger er et samlet potentiale for sælgerpantebreve på godt 15 mia. kr.

Ad 3) For at sælgerpantebreve succesfuldt vil kunne købes og sælges vurderes, at det er nødvendigt med en Market Maker funktion som garant for et relativt likvidt marked. Market Maker's funktion er således at sørge for, at udsteder vil kunne sælge pantebrevet til en fair kurs, såfremt sælgerpantebrevets bagvedliggende pant er af en tilstrækkelig kvalitet. Ligeledes skal Market Maker sørge for, at investor kan erhverve sælgerpantebreve til en fair pris og (næsten) altid kan afsætte dem til fair kurser.

Ad 4) En af udfordringerne med at oprette en markedsplads er kreditvurdering og prisfastsættelse af sælgerpantebrevene. Det vurderes dog, at Market Maker(ne) er i stand til at kreditvurdere og prisfastsætte sælgerpantebrevene.

Konstruktion:

Der oprettes en pantebrevscentral, hvis opgave er at være Market Maker på sælgerpantebreve. Til gengæld for et kursspænd (eksempelvis 5-10 point) garanterer pantebrevscentralen, at udsteder altid kan komme af med pantebrevet.

Fordele:

- Ved oprettelse af en Market Maker- drevet markedsplads for sælgerpantebreve vil udsteder af sælgerpantebreve i mange tilfælde få løst de skattemæssige udfordringer ved udstedelse af sælgerpantebreve.
- Hvis sælger får løst de skattemæssige udfordringer ved udstedelse af sælgerpantebreve, vil det alt andet lige også øge antallet af udstedelser til gavn for køber (under forudsætning af at prisen er rigtig), da sælgerpantebreve i pengeinstitutter kan tillægges deres krav til egenfinansiering.

Derved får køber flere muligheder for at sammensætte/opnå finansiering jf. figur 1.

Figur 1: Forskellige ejerskiftekonstruktioner med sælgerpantebreve

Realkredi	60	Realkredi	60	Realkredi	60
Bank +	10-	Bank +	10-	Ban	10-
Sælgerpantebrev	10	Sælgerpantebrev	10	Sælgerpantebrev	25-30
Etableringslå	15-	Ekstern	15-		

- Eksisterer et likvidt marked for sælgerpantebreve, vil det også gøre det muligt at tiltrække anden investorkapital til landbruget.

Ulemper:

- En af ulemperne er, at modellen kræver startkapital.
- For at imødekomme det kunne modellen finansieres af den uudnyttede pulje hos Landbrugets Finansierings Bank. Hvis den pulje ikke længere eksisterer, kunne modellen finansieres af obligationsudstedelse (evt. gennem DLR, Nykredit, Nordea, Danske Bank) eller direkte af Market Maker.
- En anden ulempe er sælgerpantebrevenes bonitet. Hvis der er for mange tab i porteføljen, risikeres enten en reduktion i efterspørgslen, eller kursen og/eller renten på sælgerpantebrevene bliver ikke-attractive.

Notatet er udarbejdet af

Kenneth Kjeldgaard

Specialkonsulent

SEGES Finans & Formue ApS

E kkj@seges.dk