

Udarbejdet af Kenneth Kjeldgaard, SEGES Finas & Formue i projekt Giv stafetten videre til nye kræfter i dansk landbrug

Tiltrækning af kapital til landbruget – et overblik

Tiltrækning af kapital til en branche eller et erhverv sker gennem forskellige finansielle institutioner. For den enkelte landbrugsvirksomhed er det mest almindeligt at finansiere virksomheden igennem realkredit- og pengeinstitutter. Hertil har nogle landbrugsvirksomheder også benyttet sig af leasing og købekontrakter til finansiering af primært rullende materiel i form af stald- og markmaskiner.

Efter finanskrisen er den traditionelle finansieringsstruktur kun forbeholdt de stærkeste virksomheder, og pengeinstitutterne har stillet større krav til virksomhedernes selvfinansieringsgrad. Med andre ord skal virksomheden selv stille med en egenkapital på op til 30 procent af lånebeløbet for at opnå finansiering.

Kravet fra pengeinstitutterne har vist sig at være svært at indfri for mange virksomheder, hvorfor der er opstået et hul i markedet. Dette hul er delvist forsøgt lappet ved hjælp af kapital fra andre aktører illustreret i figur 1, som viser landbrugets vigtigste finansieringspartnere.

Figur 1: Finansieringspartnere

REALKREDIT- INSTITUTTER	PENGE- INSTITUTTER	ANDRE AKTØRER
Nykredit	Nordea	Dansk Landbrugskapital
DLR	Danske Bank	Vækstfonden
Realkredit Danmark	Jyske Bank	AP Pension
Nordea Kredit	Sydbank	Leasingselskaber
	Spar Nord	Sælger
		Bortforpagter
		Ekstern investor

Der er kun i sjældne tilfælde sket finansiering ved hjælp af andre finansieringskilder/aktører på nær Vækstfonden og AP Pension gennem Dansk Farm Management. Derudover er der lavet enkelte aftaler med sælger om at lade kapital stå (sælgerpantebreve eller indskud) eller bortforpagtning/leje af jord og stalde samt aftaler om kapitalindskud fra eksterne investorer.

Spørgsmålet er, hvordan det kan være?

- Er det, fordi der ikke er et behov?
- Er det, fordi det er for vanskeligt at få kapitalen?
- Er kapitalen for dyr?
- Er det, fordi landbruget ikke efterspørger kapitalen?

For at svare på disse spørgsmål er notatet delt op i tre dele:

- 1) Den første del ser på, om der overhovedet er et behov for kapital i landbruget.
- 2) Anden del ser på og definerer, hvem der kan tilføre kapital til landbruget. Herunder ses også på, hvor meget kapital aktørerne tilfører/investerer i landbruget på nuværende tidspunkt, samt hvor stort potentialet eventuelt kan være fremover.
- 3) Den sidste del ser på, hvilke krav aktørerne har til virksomhederne, hvis de skal investere i landbrug.

1. Behovet for finansiering af ejerskifter

Til illustration af finansieringsbehovet for ejerskifte benyttes to fremgangsmåder. Den første metode undersøger, hvor mange aktiver der ejes af landmænd over 65 år, som sandsynligvis står over for et ejerskifte indenfor en overskuelig årrække. I praksis ejerskiftes ikke alle virksomheder på en gang, og der sker også ejerskifte af virksomheder, hvor ejeren endnu ikke er fyldt 65 år. Derfor beregner den anden metode det årlige finansieringsbehov af landbrugsaktiver ud fra estimerede antal ejerskifter.

Tabel 1 viser, at landmænd over 65 år ejer landbrugsaktiver for 74,38 mia. kr., som indenfor en årrække skal ejerskiftes. Heraf udgør landbrugsaktiverne for heltidsbrug 27,3 mia. kr., mens deltidslandbrug står for 47,08 mia. kr.

Tabel 1: Aktivværdier inddelt i aldersklasser

		Alder				
		18-50	50-65	65-70	70-99	
Total	Alle bedrifter	Jordværdi	83.590.052.432	162.279.706.131	34.639.110.630	17.828.385.060
		Maskinværdi	6.406.514.413	12.003.340.641	1.941.064.244	826.247.759
		Landbrugsaktiver	139.924.519.921	253.263.377.124	49.341.345.844	25.038.138.785
		Aktiver i alt	156.732.697.132	295.910.455.363	61.197.124.516	31.485.682.347
	Heltid	Jordværdi	68.303.523.589	105.344.557.530	12.993.994.784	5.110.413.721
		Maskinværdi	5.504.836.373	8.672.342.213	916.475.519	428.653.386
		Landbrugsaktiver	116.472.243.639	168.978.019.631	19.481.520.797	7.834.159.058
		Aktiver i alt	129.878.458.537	195.953.484.698	23.822.911.467	10.072.227.601
	Deltid	Jordværdi	15.286.528.843	56.935.148.601	21.645.115.846	12.717.971.339
		Maskinværdi	901.678.040	3.330.998.428	1.024.588.725	397.594.372
		Landbrugsaktiver	23.452.276.283	84.285.357.493	29.859.825.047	17.203.979.727
		Aktiver i alt	26.854.238.596	99.956.970.666	37.374.213.049	21.413.454.746

Kilde: SEGES' Økonomidatabase

Beregningerne herover viser det totale potentiale for ejerskifte af landmænd over 65 år. Virksomhederne ejerskiftes ikke alle på samme tid, hvorfor det vil være nærliggende at nuancere billedet og beregne en årlig besparelse ud fra et antal skønnede ejerskifter.

For at nuancere billedet yderligere beregnes og diskuteres den potentielle besparelse, hvis det er muligt også at få finansieret landbrugets investeringsefterslæb.

SEGES har tidligere estimeret, at den gennemsnitlige levetid for en landbrugsvirksomhed inden ejerskifte er 20 år. Derfor bør det totale potentiale gradueres efter alder. Der forudsættes, at landmænd fra 70-99 år i gennemsnit ejerskifter efter fem år, landmænd fra 65-70 år ejerskifter efter 10 år, landmænd fra 50-64 år ejerskifter efter 20 år, og landmænd fra 18-49 år ejerskifter efter 30 år.

Tabel 2 viser estimerede værdier ud fra de enkelte gruppers levetid inden ejerskifte.

Tabel 2: Estimerede ejerskifter ud fra aldersklasser

		Alder			
		18-50	50-65	65-70	70-99
Alle bedrifter	Jordværdi	2.786.335.081	8.113.985.307	3.463.911.063	3.565.677.012
	Maskinværdi	213.550.480	600.167.032	194.106.424	165.249.552
	Landbrugsaktiver	4.664.150.664	12.663.168.856	4.934.134.584	5.007.627.757
	Aktiver i alt	5.224.423.238	14.795.522.768	6.119.712.452	6.297.136.469
Heltid	Jordværdi	2.276.784.120	5.267.227.877	1.299.399.478	1.022.082.744
	Maskinværdi	183.494.546	433.617.111	91.647.552	85.730.677
	Landbrugsaktiver	3.882.408.121	8.448.900.982	1.948.152.080	1.566.831.812
	Aktiver i alt	4.329.281.951	9.797.674.235	2.382.291.147	2.014.445.520
Deltid	Jordværdi	509.550.961	2.846.757.430	2.164.511.585	2.543.594.268
	Maskinværdi	30.055.935	166.549.921	102.458.873	79.518.874
	Landbrugsaktiver	781.742.543	4.214.267.875	2.985.982.505	3.440.795.945
	Aktiver i alt	895.141.287	4.997.848.533	3.737.421.305	4.282.690.949

Kilde: SEGES' Økonomidatabase

Det estimeres, at der i gennemsnit skal ejerskiftes samlede landbrugsaktiver for 27,27 mia. kr., hvoraf 15,85 mia. kr. er heltid og 11,42 mia. kr. er deltid. Jordværdier udgør i alt 17,93 mia. kr. fordelt på 9,87 mia. kr. for deltid og 8,06 mia. for deltid.

Uanset hvilken fremgangsmåde der benyttes til at anskueliggøre ejerskiftebehovet, er der et stort finansieringsbehov. Især hvis pengeinstitutterne ønsker 15-30 procent egenkapitalfinansiering fra køber, og i den forbindelse vil købers eksisterende (egen) kapital kun i få tilfælde være tilstrækkelig. Derfor er/vil der også være behov fra kapital fra andre aktører.

2. Beskrivelse af kapitaludbydere og deres potentiale

Figur 2 viser de vigtigste kapitaludbydere til landbruget.

Figur 2: Kapitaludbydere til landbruget



Herunder følger en beskrivelse af, hvad der definerer de enkelte kapitaludbydere, og hvor meget de enkelte aktører har bidraget med kapital til landbruget samt aktørernes kapitalpotentiale fremadrettet.

DEFINITION af kapitaludbydere:

Vækstfonden er statens uafhængige finansieringsfond med selvstændig lov og bestyrelse. Loven om Vækstfonden påkræver, at fonden skal finansiere vækst og fornyelse i små og mellemstore virksomheder for på den måde at opnå større samfundsøkonomisk afkast. Det gør Vækstfonden ved at stille kapital og kompetencer til rådighed.

Vækstfonden investerer med egenkapital i partnerskab med private investorer og finansierer med lån og kautioner i samarbejde med danske finansieringsinstitutter.

Udover at tilbyde lån og kautioner, administrerer Vækstfonden også **Dansk Landbrugskapital**, som investerer ansvarlig lånekapital til investeringsprojekter og i særlige tilfælde også refinansiering. Dansk Landbrugskapital er en selvstændig lånefond under Erhvervsministeriet med et samlet indskud på 1 mia. kr. fordelt på 500 mio. kr. fra Staten og 500 mio. kr. fra 4 pensionsselskaber¹.

AP Pensionsmodellen

AP Pension finansierer jord og bygninger, som efterfølgende bortforpagtes/udlejes til landmanden med forkøbsret. Landmanden skal efterfølgende finansiere resten af købet. Modellen tilbyder, at landmanden efter 8-10 år har mulighed for at købe jord og bygninger.

Bortforpagter/udlejer

En anden løsningsmodel er indgåelse af en forpagtningskontrakt i stil med modellen fra AP Pension. Til forskel fra AP Pension forpagtes ejendommen direkte fra en eksisterende landmand. Ekstra inventar eller driftsmateriel kan evt. leases, mens driftskreditten enten kan komme fra et pengeinstitut eller egenfinansiering.

Sælgerpantebreve

Som alternativ til bortforpagtning/udlejning kan sælger vælge at sælge sin virksomhed, men lade kapital stå tilbage i virksomheden. Det gøres ved udstedelse af et **Sælgerpantebrev**, som er et pantebrev, hvor køber i stedet for at betale købesummen kontant (eller en del af den) erklærer at skyldte pengene til sælger imod samtidig at få pant i ejendommen. Køber betaler derefter den resterende del af købesummen plus renter til sælger i aftalte rater.

Eksterne investorer

Eksterne investorer kan være flere forskellige former for investorer – fra en enkelt investor, f.eks. en velhavende erhvervsmand, som ønsker at investere i landbruget, til en institutionel investor, hvor kapitalen kommer fra forskellige større virksomheder og fonde.

¹ ATP, PKA, PensionDanmark og Industriens Pension.

Crowdfunding

Crowdfunding er en måde at indhente kapital på ved at indsamle bidrag fra en større gruppe bidragsydere, typisk via en crowdfunding-platform på internettet.

For landbruget findes to mulige crowdfunding-løsninger: Crowdfunding via aktiemodellen, hvor der udstedes aktier til gengæld for lån, og crowdfunding via lånemodellen, som har en mere traditionel lånetilgang.

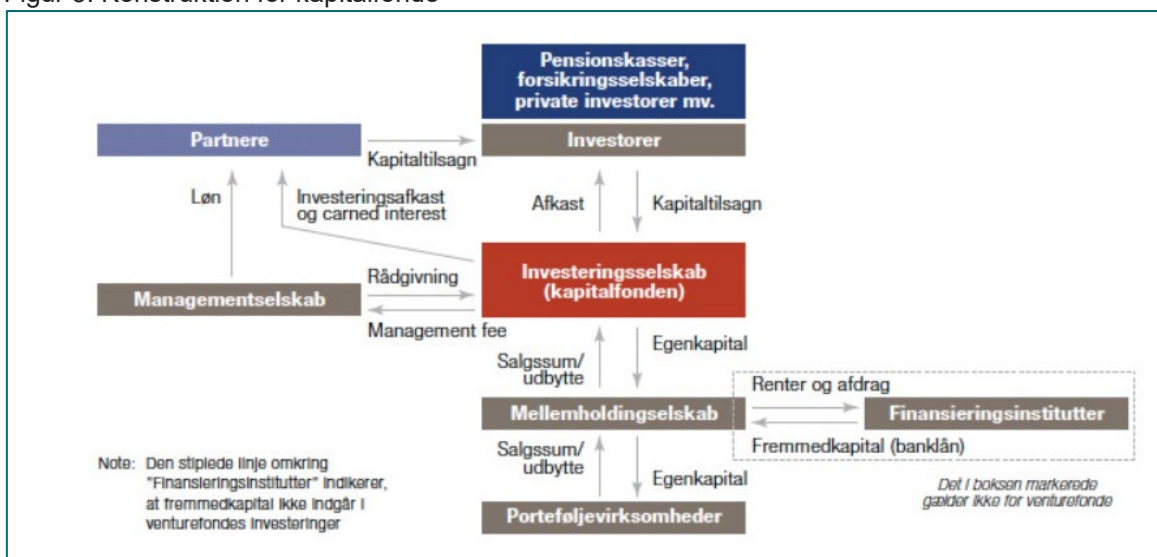
Business Angels

En **Business Angel** er en aktiv investor, der bidrager med kapital, viden, erfaring og netværk. Private investorer, der udover at tilføre kapital også går aktivt ind i virksomheden, bliver ofte betegnet som **Business Angels**.

Kapitalfonde

En **kapitalfond** er en virksomhed, der investerer i hovedsageligt unoterede aktier med formålet at sælge dem videre indenfor en årrække. Investorerne er som oftest institutionelle investorer eller velhavende enkeltpersoner. Kapitalfondes setup fremgår af figur 3.

Figur 3: Konstruktion for kapitalfonde



Kilde: <http://dvca.dk/om-kapitalfonde/>

Det fremgår, at kapitalfonde rejser penge fra pensionskasser, forsikringsselskaber eller private investorer og investerer pengene i virksomheder med potentiale. Kapitalfonden udvikler herefter virksomhederne og sælger dem til nye ejere, når de er vokset og modnet. Fremgangsmetoden er ofte at investere i modne virksomheder og næsten altid som majoritetsaktionær. For bedre at kunne opfylde investorernes afkastkrav gennemføres købene af virksomhederne næsten altid med lånefinansiering.

Venture kapitalfonde

En venture kapitalfond administrerer ligesom traditionelle kapitalfonde penge fra investorer, der ønsker at foretage investeringer i nystartede, små- og mellemstore virksomheder med højt vækstpotentiale. Disse investeringer karakteriseres generelt som højrisikable/højpotentielle muligheder.

Kilde: <https://www.invested.dk/encyclopedia/venturekapitalfond>

Omfanget og potentialet i de nuværende kapitaludbydere

Af de nævnte finansieringskilder er Vækstfonden den mest benyttede, mens det for enkelte landbrugsvirksomheder også er lykkedes at skaffe kapital fra Business Angels, Eksterne investorer og Pensionsselskaber (AP Pension gennem Dansk Farm Management).

Vækstfonden

Vækstfondens 2017 regnskab viser, at der samlet er ydet finansiering til landbruget for i alt 2,6 mia. kr. Heraf udgør direkte lån omkring 931 mio. kr. i form af vækstlån, ansvarlige lån og etableringslån, mens der er udstedt kautioner for omkring 1,67 mia. kr.



Kilde: Vækstfonden, Årsregnskab 2017

AP Pension/Dansk Farm Management

AP Pensions 2017 regnskab viser, at der gennem Dansk Farm Management aktuelt er investeret 576 mio. kr. i danske landbrugsejendomme.

Investeringer i landbrug

AP Pension har i 2017 fortsat sine investeringer i danske landbrugsejendomme via den hertil oprettede investeringsfond Dansk Farmland K/S. Der er aktuelt investeret 576 mio. kr., men det gik langsomt med at investere i 2017, og det er sandsynligt, at dette tempo vil fortsætte i 2018.

Afkastet er positivt med 2,6 procent.

Kilde: AP Pension, Årsregnskab 2017

Der er desværre ingen statistik for omfanget af kapital fra Eksterne investorer og Business Angels til landbrugsvirksomheder, men der er flere eksempler på, at det er muligt at fremskaffe en høj kapitalandel fra disse to kilder til køb og generationsskifte.

Eksterne investorer

Ud fra en rundspørge hos de største DLBR-virksomheder er erfaringerne, at det primært er eksterne investorer udenfor et investornetværk, som indtil videre investerer i landbrug. Disse eksterne investorer er kendetegnet ved at være passive investorer, som bidrager med kapital til enten investering(er) eller ejerskifte. I enkelte tilfælde er der også tale om Business Angels, som udover at bidrage med kapital også tager aktivt del i virksomhedens drift og ledelse.

Landbruget har endnu til gode at fremskaffe kapital fra andre aktører, men det er ikke, fordi der ikke er et potentiale for det. Det viser næste afsnit med alt tydelighed.

Business Angels og Kapitalfonde

En kilde til at vurdere omfanget og potentialet af **Business Angels** er blandt andet Danish Business Angels, som er Danmarks største netværk af Business Angels med 132 medlemmer. Hvert af disse medlemmer har givet tilsagn om, at de vil investere et beløb på en minimumsinvesteringsramme på 3 mio. kr.

Figur 4: Investeringsomfang for Danish Business Angels

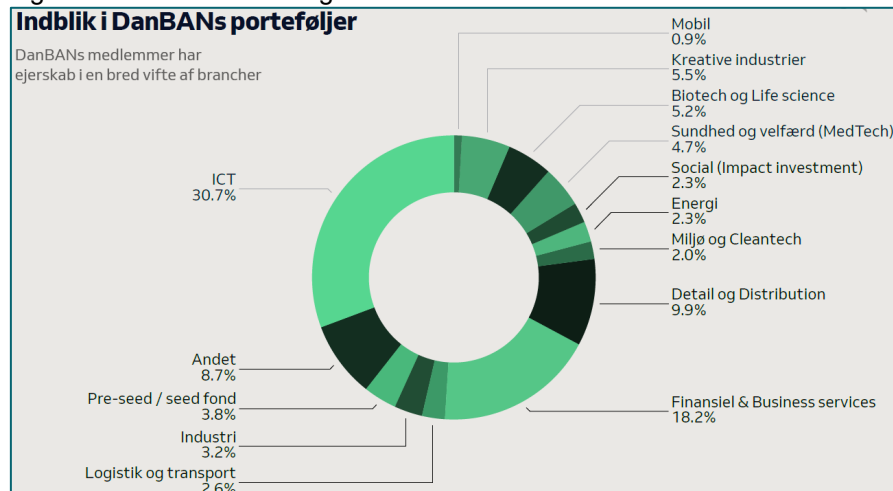
	2017	2016	2015	2014	2013
Antal BA'ere der foretog investeringer	102	73	55	44	39
Andelen af BA'ere der foretog investeringer	77%	67%	60%	59%	65%
Samlet investeringssum (mio.DKK)	191.5	169.8	97.8	74.2	81.7
Antal investeringer (antal virksomheder, der er investeret i)	198	193	160	98	87
Gennemsnitlig investering pr. selskab (mio. DKK)	0.97	0.88	0.61	0.76	0.94
Gennemsnitlig investering pr. aktiv BA (mio. DKK)	1.88	2.33	1.78	1.69	2.09

Kilde: Business Angels medlemsundersøgelse 2017

Figur 4 viser en fremgang i antallet af Business Angels fra 2013-2017, hvor 102 Business Angels har investeret omkring 2 mio. kr. i gennemsnit fordelt på 198 investeringer med en samlet investeringssum på 191,5 mio. kr.

Kapitalen er indtil videre investeret udenfor landbrug, som det fremgår af figur 5.

Figur 5: Brancheinvesteringer for DanBANs medlemmer

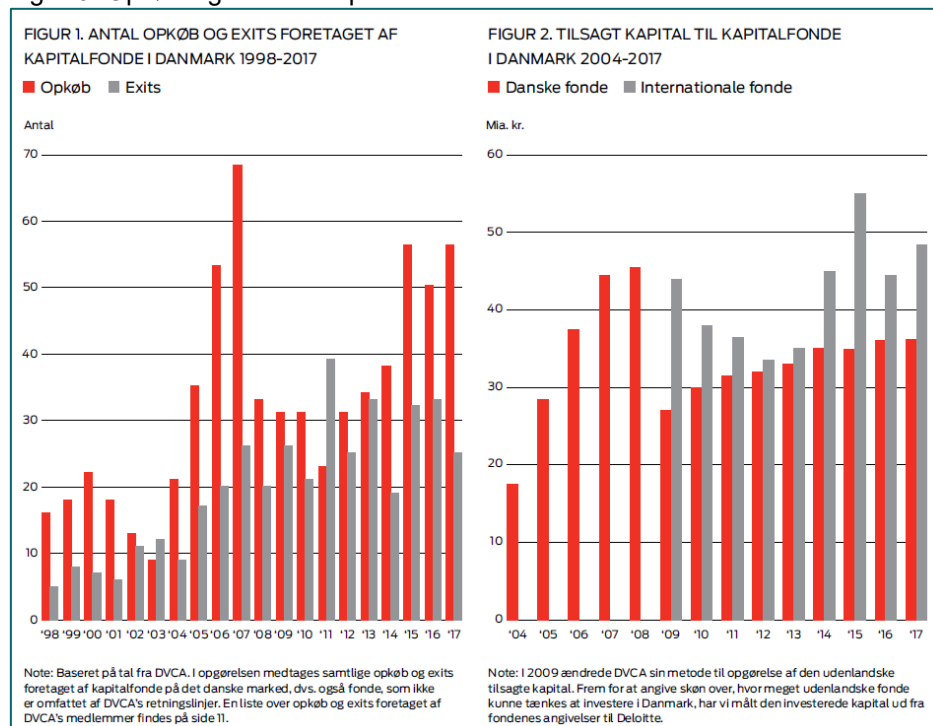


Kilde: Business Angels medlemsundersøgelse 2017

En anden kilde er DVCA, som er brancheorganisation for en bred vifte af investorer i Danmark, og som fokuserer på, at Danmark skal placere sig endnu stærkere som attraktivt investeringsland – nationalt og globalt. DVCA har mere end 250 medlemmer og repræsenterer investorkæden fra individuelle business angels over ventureselskaber og kapitalfonde til institutionelle investorer samt associerede medlemmer.

Figur 6 viser kapitalfondes antal opkøb og exit samt tilsagt kapital fra 2004-2017.

Figur 6: Opkøb og Exit for kapitalfonde i Danmark



Kilde: dvca, "Kapitalfonde i 2017/18 - Årsskrift om god selskabsledelse i kapitalfonde"

Det fremgår af figuren, at kapitalfonde har investeret over 80 mia. kr. i Danmark. Der er ingen umiddelbar opgørelse af, hvor stor (hvis nogen) andel der er investeret i landbrug, men da kapitalfonde primært investerer i store likvide virksomheder, vurderes det, at der indtil videre ikke er investeret i landbrug.

Crowdfunding

Ud over Business Angels og eksterne investorer er det også lykkedes at skaffe kapital fra (låne-baseret) **Crowdfunding**, men som figur 7 viser, har omfanget af såvel antal som kapital været begrænset.

Figur 7: Crowdfunding lån fordelt på antal og rejst kapital



Kilde: Vækstfonden, "Det danske crowdfunding marked anno 2017"

Figuren viser også, at kapitalfremskaffelse ved hjælp af lånefinansieret crowdfunding er koncentreret indenfor handel, ejendomme, transport og serviceerhverv, mens de mere produktions- og industriprægede erhverv er mindre repræsenteret.

Der vurderes at være et stort potentiale i fremskaffelse af kapital via crowdfunding, men indtil videre har landbruget, crowdfundingudbydere og -investorer ikke mødtes. Det samme gør sig gældende for fremskaffelse af kapital fra pensionsselskaber.

Pensionsselskaber

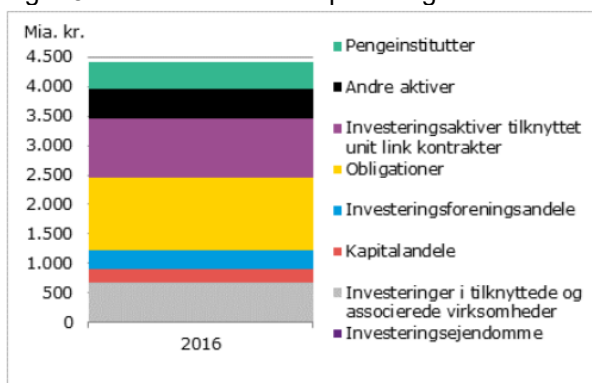
Undersøges markedet for fremskaffelse af kapital fra pensionsselskaber, viser tabel 3, at forskrings- og pensionsselskaber ved udgangen af 2016 står for investeringer for 4.416,3 mia. kr.

Tabel 3: Aktivfordeling af pensionsformuen, 2016

Pensionsformuen - fordelt på aktiver, 2016								
	Livsforsikrings- selskaber	Tværgående pensionskasser	Firma- pensionskasser	Pengeinsti- tutter	ATP	SP	LD	I alt
	Ultimo året mia. kr.							
Aktiver:								
Investeringsejendomme	1,7	8,6	1,5	-	8,0	-	-	
Investeringer i tilknyttede og associerede virksomheder	356,4	203,3	2,3	-	98,1	-	-	
Kapitalandele	102,0	51,1	1,0	-	51,1	-	14,0	
Investeringsforeningsandele	103,6	192,6	11,8	-	-	-	9,4	
Obligationer	532,1	105,2	31,0	-	542,8	-	19,7	
Investeringsaktiver tilknyttet unit link kontrakter	945,7	68,0	-	-	-	-	-	
Andre aktiver	247,1	63,0	11,6	-	169,6	-	3,8	
Aktiver i alt	2.288,7	691,9	59,1	460,0	869,7	-	46,8	4.416,3
Note: Pensionsformuen er opgjort som balancen for alle pensionselskaberne undtagen pengeinstitutterne. Her er pensionsformuen defineret som summen af indekskonti, kapitalpensionskonti, selvpensioneringskonti, ratepensionskonti, kapitalpensionsdepoter, ratepensionsdepoter og selvpensioneringsdepoter. I opgørelsen af pensionsformuen er pensionselskabernes egenkapital medregnet. Fra og med 2015 er indskud på aldersopsparing og aldersopsparingsdepoter særskilt udskilt. I								
Kilde: Finanstilsynet								

Heraf illustrerer figur 8 pensionsformuens fordeling af investeringerne.

Figur 8: Pensionsformuens placering i aktiver



Kilde: Forsikring og Pension²

Der fremgår, at 10 procent af pensionsformuen er placeret i pengeinstitutter, hvor det ikke er muligt at fordele formuen på aktiver. Derudover er 28 procent af pensionsformuen placeret i obligationer, mens 15 procent er placeret i enten aktier eller investeringsfonde. Sidst er 11 procent placeret i andre aktiver, mens størsteparten af den resterende formue er placeret i direkte investeringer i tilknyttede virksomheder eller unit link kontrakter.

For landbrug er det mest interessante investorsegment pensions- og livsforsikringsselskaber, som i 2016 forvaltede omkring 2.300 mia. kr. ud af den samlede portefølje på 4.400 mia. kr. Heraf skal opmærksomheden henledes på selskabernes afdelinger med alternative investeringer, som udgør omkring 12,5 procent af kapitalen. Her befinder investeringer i jordbrug sig, hvis andel ud af de samlede alternative investeringer ses i tabel 4.

Hertil skal tilføjes, at pensionselskaberne også er indirekte investorer i landbruget gennem køb af kreditforeningsobligationer.

² http://www.forsikringogpension.dk/presse/Statistik_og_Analyse/statistik/pension/formuer/Sider/Pensionsformuen_aktiver.aspx

Tabel 4: Udvikling i pensionsselskabernes alternative investeringer⁴

<i>Mia. kr.</i>					<i>Vækst p.a. i pct.</i>	
	<i>2012</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2012-2016</i>	<i>2015-2016</i>
Private Equity	59	78	85	89	11%	5%
Kredit	44	81	85	106	24%	25%
Infrastruktur	20	44	57	69	36%	21%
Jordbrug	16	12	13	13	-4%	-2%
Hedgefonde	13	14	12	11	-4%	-10%
Alternative investeringer i alt	152	229	253	289	17%	14%

Note: Finanstilsynet gennemførte ved julebrevet 2012 en undersøgelse af de danske pensionsselskabers placeringer i alternative investeringer⁵. Efterfølgende har Finanstilsynet anmodet pensionsselskaberne om at indberette deres beholdninger af alternative investeringer på kvartalsvis basis. To grønlandske pensionsselskaber, som er angivet i tabel A 11 i appendiks, er ikke medtaget i figuren.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Af tabel 4 fremgår, at pensionsselskaberne har investeret 13 mia. kr. i jordbrug i 2016. Fra 2012 er der tale om en negativ investeringsvækst på 4 procent, og fra 2015 til 2016 er den samlede placering faldet med 2 procent. Derudover viser tabel 5, at jordbrug udgør en stadig mindre andel af pensionsselskabernes alternative investeringer

Tabel 5: Andelen af investeringer i kredit og infrastruktur blev øget i 2016

<i>Pct.</i>	<i>2012</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
Private Equity	39	34	34	31
Kredit	29	35	34	37
Infrastruktur	13	19	23	24
Jordbrug	10	5	5	4
Hedgefonde	9	6	5	4

Note: Figuren viser fordelingen af de samlede alternative investeringer på aktivkategorier. To grønlandske pensionsselskaber, som er angivet i tabel A 11 i appendiks, er ikke medtaget i figuren.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

I 2012 udgjorde investering i jordbrug 10 procent af alternative investeringer, mens andelen er faldet til 4 procent i 2016. Faldet i andelen er sket på bekostning af investeringer i infrastruktur og kredit, som er vokset kraftigt siden 2012. Denne stigning kan enten være et udtryk for en ændring i politikken for aktivfordeling, men det kan også være et udtryk for, at det af afkastmæssige hensyn er mere hensigtsmæssigt at placere midler i Kredit og Infrastruktur.

Et af opmærksomhedspunkterne ved placering i alternative investeringer er likviditet og dermed omsætningsmuligheder ved køb og salg. Finanstilsynet nævner (i 2012), at mange selskaber benytter alternative investeringer til spredning af risiko af den samlede portefølje som grund til at investere i aktiver, der falder i gruppen af illikvide alternative aktiver.

Set ud fra en landbrugsmæssig synsvinkel kunne der argumenteres for, at Finanstilsynets bemærkning omkring risikospredningen også burde gælde placeringer indenfor alternative investeringer. Sådan forholder det sig desværre ikke i praksis, da pensionsselskaberne med vilje har nedprioriteret jordbrug til fordel for andre investeringsklasser, som de mener giver et bedre risikosteret afkast. Hertil skal lægges, at langt størstedelen af de nuværende investeringer er placeret i skovbrug og ikke direkte i produktionslandbrug.

Men ændrer billedet sig, skal der ikke flyttes mange procent, inden det vil kunne gøre en stor forskel i tiltrækning af kapital. Forudsat uændret investeringsomfang vil en omfordeling tilbage til brancheandelen i 2012 medføre, at jordbrugsinvesteringer skal stige med 15,9 mia. kr. Mindre kan naturligvis også gøre en stor forskel, og lykkes det blot at flytte/udvide 1 procent af investeringerne, svarer det til omkring 3 mia. kr.

Derfor er der et enormt potentiale, hvis landbruget kan imødekomme pensionsselskabernes afkastkrav.

3. Krav fra kapitaludbydere

I forbindelse med tiltrækning af kapital har hver enkelt kapitaludbyder individuelle krav. Derudover er der forskel på adgangskriterier fra långivere og investorer. Af den grund er det også svært helt konkret at opstille en formel for, hvad der skal til for at være sikker på at opnå kapital, men der er dog en række fælles minimumskrav. Disse krav beskrives herunder, men variationen af krav gør, at nedenstående skal læses som et overblik og kun er vejledende.

Kreditforeninger og pengeinstitutter

De fleste med erfaring indenfor långivning kender kravene for at opnå kapital fra kreditforeninger og pengeinstitutter. Her baserer udlån sig på en kreditvurdering ved fastsættelse af aktivværdier, indtjeningsevne og vurdering af låntager. Kreditvurderingen resulterer herefter i et lånetilbud eller et afslag.

Efter finanskrisen har pengeinstitutter suppleret kreditvurderingen med et stigende krav til egenkapital for at opnå et lånetilbud. Det skyldes en skærpet tilgang til, hvor meget risiko pengeinstituttet vil påtage sig. Derfor bliver låntager ofte mødt med et krav om at selvfinansiere en del af projektet.

Råder låntager ikke selv over kapital, kan det søges fremskaffet gennem Vækstfonden, Crowdfunding eller andre eksterne investorer.

Vækstfonden (og Dansk Landbrugskapital)

Vækstfonden har ligesom pengeinstitutter fokus på aktivværdier, sikkerheder og indtjeningsevne og gennemfører stort set samme kreditvurdering. Ved kapitalfremskaffelse adskiller Vækstfonden sig ved et mandat til at tage en større risiko. Herved kan Vækstfonden være den rette samarbejdspartner til at rejse den nødvendige restkapital.

Crowdfunding

Det samme gør sig gældende for lånefinansieret Crowdfunding, som på linje med pengeinstitutter og Vækstfonden udarbejder en kreditvurdering ud fra virksomhedens aktivværdier, sikkerheder og indtjeningssevne. Kreditvurderingen resulterer efterfølgende i en rating til brug for fastlæggelse af et renteinterval for lånet. Alternativt benyttes kreditvurderingen til en godkendelse af projektet, som efterfølgende udbydes på en hollandsk auktion til bestemmelse af låntagers endelige renteniveau.

Udover lånefinansieret crowdfunding findes donations-, reward- og aktiebaseret crowdfunding. Her har tidligere analyser peget på, at det er svært for landbrug at få finansieret køb og investeringer ved hjælp af donations- og rewardbaseret crowdfunding. Det samme gør sig i nogen grad gældende for aktiebaseret crowdfunding, men det skyldes mere, at konceptet ikke er slået igennem i Danmark. Sker der et gennembrud på aktiebaseret crowdfunding så ses ingen hindring for, at landbruget ikke er et investeringsobjekt. Måske endda med lavere afkastkrav end anden ekstern kapital.

Business Angles, Kapitalfonde og Asset Managers (forvaltere)

Business Angles (Aktiv), Kapitalfonde (Semi-aktiv) og asset manager (Dansk Farm Management) skal ligesom pengeinstitutter sørge for at få fat i den rigtige leder. Afhængig af investeringsstruktur kan det være en dygtig selvejelandmand, en landmandsdirektør eller en driftsleder. Det vigtigste er naturligvis, at landmanden er i stand til at omsætte aktiverne til et fornuftigt afkast.

Pensionsselskaber

Pensionsselskaber foretrækker at være passive. Pensionsselskabernes rolle er at komme med kapital, som de stiller til rådighed til gengæld for et afkast. Ved investering i alternative investeringer såsom ejendomme og jordbrug ansætter pensionsselskabet ofte en forvalter til at styre sine investeringsporteføljer.

Da der er tale om store investeringsbeløb, er forvalteren oftest en kendt spiller, som pensionsselskabet eller branchen har stor tillid til. Alternativt skal en ny forvalter først overbevise pensionsselskabet om gode afkast-, risiko- og risikoegenskaber ved investeringen samt sin evne til at forvalte investeringen.

Investorerne afkastkrav (og konsekvensberegninger)

Efter samtale med pensionsselskaber og udvalgte forvaltere anslås kravene til investering i ren jord til et gennemsnitligt løbende årligt afkast på 2,5-4 % og omkring 10 % i årligt afkast efter exit af investeringen og salg af jorden. Er der tale om investering i stald uden jord, anslås kravet til 12-20 % i årligt afkast.

Umiddelbart kan det virke som høje kapitalkrav for de fleste landbrugsvirksomheder, men det afhænger dog helt af landbrugsvirksomhedens kapitalstruktur. Det illustrerer nedenstående eksempler, som hver især viser forskellige finansieringsmuligheder ved køb af en harmonisk landbrugsvirksomhed til 50 mio. kr. med en jordandel på 70 % af købesummen.

Eksemplerne skelner ikke mellem forskellige former for ansvarlig kapital, hvorfor angivelserne i tabellerne dækker over både ansvarlig låne- og aktiekapital. Af sammenligningsmæssige hensyn behandles udgifterne til ansvarlig kapital som rente- og forpagtningsomkostninger.

Tabel 6 viser rente- og forpagtningsomkostningerne til en fuldfinansieret løsning, hvor en ekstern investor stiller al kapital til rådighed.

Tabel 6: Kapitalstruktur, ekstern investor

Kapitaltype		Rente	Andel
Ansvarlig kapital, jord, leje	kr. 1.050.000	3,00%	70%
Ansvarlig kapital, stald	kr. 1.500.000	12,00%	25%
Ansvarlig kapital, diverse	kr. 375.000	15,00%	5%
Renteomkostninger i alt	kr. 2.925.000		

I eksemplet forudsættes, at den eksterne investor ejer jorden, mens landmanden ejer resten af produktionsapparatet. Denne kapitalstruktur medfører samlede estimerede renteomkostninger på 2,925 mio. kr., hvilket svarer til en gennemsnitlig rente (afkastkrav) på 5,85 %.

Kravet kan reduceres, hvis kapitalstrukturen ændres og købet i højere grad lånefinansieres. I dette tilfælde optages et realkreditlån på 60 % af købesummen, mens restfinansieringen består af 30 % pengeinstitutlån og 10 % ansvarlig kapital. Renten på realkreditlånet fastsættes til 2,50 % og består foruden administrationsbidrag af 50 % variabelt forrentet lån og 50 % fast forrentet lån. Pengeinstitutlånet fastsættes til 6,5 %, mens det ansvarlige lån/indskud fastsættes til 10 %.

Tabel 7 viser en reduktion i estimerede renteomkostninger til 2,225 mio. kr., hvilket svarer til en gennemsnitlig rente på 4,45 %.

Tabel 7: Kapitalstruktur, Realkredit, PI og ansvarligt indskud (10 %)

Kapitaltype		Rente	Andel
Realkredit	kr. 750.000	2,50%	60%
PI lån	kr. 975.000	6,50%	30%
Ansvarlig kapital	kr. 500.000	10,00%	10%
Renteomkostninger i alt	kr. 2.225.000		

Hvis pengeinstituttet kræver en højere andel af ansvarlig kapital for at bidrage med lån, vil en øget andel af ansvarlig kapital til 20 % medføre, at de gennemsnitlige renteomkostninger stiger til 2,4 mio. kr., hvilket svarer til en gennemsnitlig rente på 4,80 % jf. tabel 8.

Tabel 8: Kapitalstruktur, Realkredit, PI og ansvarligt indskud (20 %)

Kapitaltype		Rente	Andel
Realkredit	kr. 750.000	2,50%	60%
PI lån	kr. 650.000	6,50%	20%
Ansvarlig kapital	kr. 1.000.000	10,00%	20%
Renteomkostninger i alt	kr. 2.400.000		

Alternativt kan en ung landmand benytte sig af Vækstfondens tilbud om et etableringslån i kombination med et foranstående vækstlån. Herved kan de samlede renteomkostninger reduceres til 2,15 mio. kr. og en gennemsnitlig rente på 4,30 % jf. tabel 9.

Tabel 9: Kapitalstruktur, Realkredit, PI og ansvarligt indskud (30 %)

Kapitaltype		Rente	Andel
Realkredit	kr. 750.000	2,50%	60%
PI lån	kr. 275.000	5,50%	10%
Vækstlån, Vækstfonden	kr. 375.000	7,50%	10%
Etableringslån, Vækstfonden	kr. 750.000	7,50%	20%
Renteomkostninger i alt	kr. 2.150.000		

Sammenlignes ovenstående med en traditionel belåning med 60 % realkredit og 40 % pengeinstitutbelåning, viser tabel 10, at de samlede renteomkostninger på 2,25 mio. kr. er 100.000 kr. højere.

Tabel 10: Kapitalstruktur, Realkredit, PI (40 %)

Kapitaltype		Rente	Andel
Realkredit	kr. 750.000	2,50%	60%
PI lån	kr. 1.500.000	7,50%	40%
Renteomkostninger i alt	kr. 2.250.000		

Det svarer til en gennemsnitlig rente på 4,5 %, og ved sammenligning med kapitalstrukturen fra de andre eksempler er satsen 0,2 % højere end finansieringen til en ung landmand, og stort set den samme ved en kapitalstruktur med realkredit, PI lån og 10 % Vækstfondslån, mens satsen er 1,35 % lavere end en fuldfinansieret løsning med investorkapital.

Det er dog ikke rentebesparelsen alene, der afgør, om det er relevant med indskud af ekstern kapital. Kapitalstrukturernes har foruden forskellige rentesatser også forskellige likviditetstræk. Eksempelvis skal der næsten være fuld afdragsfrihed på realkreditgælden, hvis likviditetstrækket på de første 60-70 % skal være det samme som i eksemplet med fuld finansiering gennem ekstern investor.

Hvis ikke det er tilfældet, giver finansiering med ansvarlig kapital bedre mulighed for at afdrage på den yderste og dyre del af finansieringen eller mulighed for virksomhedsindskud til gengæld for en større ejerandel. Derudover giver en høj andel af eksternt indskud på den yderste del af kapitalstrukturen mulighed for mere tålmodig kapital til fordel for virksomheden under lavkonjunktur.

Det gør sig især gældende ved tilførsel af aktiekapital, som normalvis ikke er berettiget til udbytte, hvis ikke der er overskud i virksomheden. I særtilfælde kan der dog ske udlodning af udbytte i år med underskud, men det kræver, at virksomheden har en positiv egenkapital og et forsvarligt kapitalberedskab for fortsat drift.

Af ulemper ved ekstern kapital kan nævnes, at landmanden frasiger sig mulighed for andel i jordprisstigninger. Omvendt løber landmanden heller ingen formuemæssig risiko ved jordprisfald. Afhængig af kapitalstruktur og aktionæraftaler er der også risiko for, at den eksterne investor ikke kompenserer eller supplerer med yderligere kapital under lavkonjunktur. I den situation er det ikke sikkert, at den eksterne investor agerer anderledes end et pengeinstitut, hvorved virksomheden ikke vil være bedre stillet med (dyrere) ekstern kapital. Derfor er det vigtigt, at virksomheden får fastlagt klare retningslinjer i aktionær- og/eller låneaftalen, som beskriver parternes forpligtelser i krisesituationer.

Sammenfatning og afsluttende kommentarer

Notatet viser, at der stadigvæk er et stort behov for finansiering af ejerskifte. Det giver udfordringer, da den traditionelle kapitalstruktur er under pres. Heldigvis viser en markedsgennemgang, at der i dag er flere alternative muligheder til fremskaffelse af kapital men også, at det fortsat er svært at opnå finansiering.

Markedsundersøgelsen viser også, at især Vækstfonden men også AP Pension gennem Dansk Farm Management har tilført landbruget kapital. Derudover er der også tilført kapital fra crowdfunding, men indtil videre har det samlede beløb været meget lille. Næsten det samme kan konkluderes om kapital fra eksterne investorer, hvor der estimeret set er rejst mere kapital end fra crowdfunding, men ikke nok til at løse finansieringsudfordringen ved ejerskifte.

Hertil skal der en noget større kapitalindsprøjtning til, som meget vel kunne komme fra industrielle investorer som pensionsselskaber og kapitalfonde. Her viser opgørelser, at kun en lille omfordeling af deres investerede kapital over til landbrug vil kunne gøre en stor forskel. Spørgsmålet er blot, om landbruget er klar til at tage imod kapitalen og/eller er i stand til at opfylde den nye kapital afkastkrav.

I den forbindelse viser simple sammenligningseksempler, at landbrugsvirksomheden bør kunne honorere afkastkravene til ekstern investorkapital.