

Egenkapitalproblemer ved generationsskifte i landbruget*

Johannes Raaballe, lektor, cand.oecon., Afdeling for Virksomhedsledelse, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

1. Problemstilling

Problemstillingen kan illustreres med et simpelt eksempel. Den moderne, enkeltmands-drevne landbrugsbedrift koster i Danmark 5 mill. kr. Når friske kræfter skal tage over, skal der altså rejses 5 mill. kr. Etablerende landmænd må være i stand til at spare op. Den 28-årige landmand stiller derfor selv med 350.000 kr. Finansieringen foretages således:

Realkredit	3,50 mill. kr.	(70%)
Øvrig gæld	0,40 mill. kr.	(8%)
Egenkapital	0,35 mill. kr.	(7%)
Manko	0,75 mill. kr.	(15%)
Købspris	5,00 mill. kr.	(100%)

Landbrug tilbyder sammenlignet med øvrige erhverv et godt pant, men når gælden når 75% af gårdens værdi, må gælden karakteriseres som særdeles risikabel. Der findes ikke et organiseret marked for risikabel gæld i Danmark. Hvorledes finansieres da mankoen på 0,75 mill. kr.? Svaret er enkelt: Den finansieres af staten ved hjælp af kraftigt subsidierede yngre-jordbrugerlån (YJ-lån).

Omfanget af YJ-ordningen steg kraftigt i slutningen af 70'erne og i begyndelsen af

80'erne og står i dag i fuldt flor. Landbruget har taget ordningen til sit hjerte. Ud fra en driftsteknisk/driftsøkonomisk synsvinkel forventes størrelsen af den enkelte landbrugsbedrift at blive 2-4 dobbelt i løbet af det næste årti eller to. Set med landbrugsøjne må YJ-ordningen synes uundværlig.

Formålet med denne artikel er at belyse, hvilket problem YJ-ordningen skulle løse, da den tog fart i slutningen af 70'erne og begyndelsen af 80'erne. Kan og kunne dette problem som tidligere i landbruget løses ved hjælp af en markedsbaseret ordning? Resultatet af denne diskussion/analyse har et videre perspektiv end landbruget. Tyngden i dansk økonomi ligger i de mindre og mellemstore bedrifter. Disse har dårligere pantmuligheder end landbruget og har heller ikke adgang til de organiserede egenkapitalmarkeder. Disse bedrifters ejerskifteproblem er altså næppe mindre end landbrugets. Hæmmes disse bedrifters vækst og strukturudvikling da unødigt af, at disse ikke har adgang til en YJ-ordning? Denne problemstilling diskuteres kort i artiklens afslutning.

2. Hvori består problemet, og hvornår er det opstået?

Som følge af en kraftig og vedvarende rationalisering i landbruget er størrelsen af den

enkeltmandsdrevne landbrugsbedrift blevet ca. fordoblet indenfor de sidste 25 år. I begyndelsen af 70'erne skulle den nyetablerede landmand således betale en købesum på 2,5 mill. kr. målt i 1997-kroner. Idet det forudsættes, at landmanden kunne præstere samme reale opsparring som i dag, fås følgende finansiering af købet:

Realkredit	1,75 mill. kr.	(70%)
Øvrig gæld	0,20 mill. kr.	(8%)
Egenkapital	0,35 mill. kr.	(14%)
Manko	0,20 mill. kr.	(8%)
Købspris	2.50 mill. kr.	(100%)

Mankoen blev finansieret ved, at køber udstedte sælgerpantebrev til sælger svarende til en værdi af 0,20 mill. kr. Ovenstående finansieringsmønster var typisk for gårdhandler i perioden fra 1950 og indtil slutningen af 70'erne. Mønstret var baseret på, at den etablerende landmand kunne præstere en solid opsparring samt at bedrifterne var af en begrænset størrelse.

Selvfølgelig påtog sælger sig en kreditrisiko ved at lade en del af salgssummen indestå i gården som et sælgerpantebrev. Under ovenstående forudsætninger var denne risiko imidlertid begrænset til køberens evner til at drive landbrug. Inden salget vurderede man sin købers evner til at drive landbrug.

Op igennem 1960'erne og 1970'erne indtraf to væsentlige ændringer af de driftsøkonomiske vilkår for at drive landbrug. For det første kunne det bedre svare sig at drive bedriften som en monobedrift frem for som en blandet bedrift med såvel smågrise, fedesvin, malkekuvæg, fedekuvæg, planteavl, høns etc. For det andet var der stordriftsfordele forbundet med at forøge omfanget af monoproduktionen. Kun enkelte, meget velbeslædede landmænd havde råd til at sige »jeg hverken mekaniserer eller prioriterer«. Som følge af den for-

øgede gældsfinansiering og de manglende diversificeringsmuligheder i produktionen blev landmandens årsindkomst stærkt svingende.

Disse forhold medførte, at sælgerpantebrevet dels blev større og dels blev væsentlig mere risikabelt. Det var ikke et sådant pantebrev, sælger havde brug for på sine gamle dage. Som følge heraf blev det i 1970'erne mere og mere almindeligt, at sælger søgte at afhænde dette pantebrev ved at lade sin bank tage pantebrevet i kommission. Der var et marked for sådanne pantebreve. Ved at pulje sådanne pantebreve kunne man forledes til at tro, at investor ved at købe en andel af puljen (bestående af pantebreve fra gårde med smågrise, fedesvin, malkekuvæg etc.) kunne kompensere for den manglende driftsmæssige diversificering i den enkelte bedrift. Som følge af væsentlige konkursomkostninger er dette imidlertid ikke tilfældet. Risikoen for misligholdelse af et pantebrev i monobedriften er væsentlig større end risikoen for misligholdelse i den blandede bedrift. Fra det tidspunkt, hvor pantebrevet misligholdes, og indtil det tidspunkt, hvor pantebrevet kan effektueres (enten via retten eller via frivilligt salg af bedriften), viser praksis, at pantebrevet er blevet stort set værdiløst. Op gennem 70'erne blev pantebrevene altså væsentlig mere usikre som følge af voksende bedriftsstørrelse (med konstant egenkapital i kroner) og reduceret diversificering i den enkelte bedrift.

Ovenstående kombineret med et konjunkturtilbagetog i landbruget i slutningen af 70'erne blev sælgerpantebrevets endeligt med hensyn til at finansiere mankoen ved gårdhandel. Med et citat fra lærebogen i finansiering for landbrugsskoler elever (Enghøj m.fl. 1987): »Sælgerpantebreve har været meget almindelige i alle ejendomshandler, men efter de mange tvangsauktioner i slutningen af 70'erne er man blevet tilbageholdne med at udstede sælgerpantebreve indenfor landbruget.«

I dag udgør de private pantebreve ca. 1,5% af landbrugets gæld.

Gårdhandler, selv med de prisfald der var indtruffet, kunne ikke gennemføres ved hjælp af det traditionelle finansieringsmønstre. Der måtte tilvejebringes en ny skabelon. Sælgerpantebrevsfinansieringen af landbrugets generationsskifte blev erstattet af kraftigt statssubsidierede YJ-lån. Dette skete ved, at YJ-ordningen fra 1967 i 1977/78 blev kraftigt udvidet både for så vidt angår den del af gårdens handelspris, der kunne komme ind under YJ-ordningen, som størrelsen af YJ-lånene. Det er bemærkelsesværdigt, at skiftet fra et markedsbaseret til et statssubsidieret generationsskifte blev foretaget uden store sværds slag eller analyse for den sags skyld. Havde man et teoretisk eller praktisk belæg for, at en markedsbaseret løsning ikke ville kunne løse opgaven? Nej – en udvidelse af den eksisterende YJ-ordning bød sig blot til og gik igennem politisk. Kunne man forsvare YJ-ordningen med, at den var midlertidig indtil en markedsbaseret løsning kunne genetableres? Der citeres fra Landbrugs- og Fiskeriministeriets Rapport fra Arbejdsgruppen vedrørende yngre jordbrugerordningen (November 1994): »På grundlag af analysen er det arbejdsgruppens vurdering, at finansierings- og generationsskifteproblematikken i stigende grad vil komme i fokus. Arbejdsgruppen finder det på denne baggrund hensigtsmæssigt, at YJ-ordningen tilpasses således, at den gøres mere egnet til at imødegå førnævnte problematik samtidig med, at ordningen forenkles, og unødvendige barrierer fjernes«.

YJ-ordningen er blevet en institution i dansk landbrug. I næste afsnit analyseres og diskuteres ordningen. Herefter analyseres og diskuteres, om generationsskifteproblemet i dansk landbrug kunne løstes ved hjælp af en markedsbaseret ordning.

Artiklen afsluttes ved kort at se på perspektivet for generationsskifte i øvrige erhvervs mindre og mellemstore virksomheder set i lyset af de fundne problemstillinger og resultater fra landbruget.

3. YJ-ordningen

Gennem årene er YJ-ordningen blevet ændret flere gange. Et gennemgående fællestræk ved disse ændringer har været, at ordningens omfang er blevet udvidet, således at generationsskifte for større og større bedrifter kan finansieres via ordningen.

Den nuværende ordning, der har virkning fra november 1995, stiller en række kvalifikationskrav til den vordende køber af en landbrugsbedrift. Han skal være uddannet landmand (grønt bevis), førstegangsetablerende og være under 40 år. Der gives kun støtte, hvis bedriften er personligt ejet. Han skal selv stille med mindst 5% af bedriftens købesum. Når disse betingelser er opfyldt, kan der opnås et YJ-lån på 15% af købesummen. Der kan dog maksimalt opnås lån til den del af købesummen, der ligger indenfor 5 mill. kr. Altså et maksimalt YJ-lån på 750.000 kr. Lånet ydes som et 20-årigt statsgaranteret, inkonvertibelt annuitetslån udstedt gennem DLR. Lånet er placeret yderst i prioritetsrækkefølgen, og staten stiller garanti for ydelsernes betaling. 75% af lånet er tilskudsberettiget, dog højst af en lånestørrelse på 430.000 kr., ved at staten de første 4 år betaler alle ydelserne. Herefter nedtrappes tilskuddene gradvist til i syvende og sidste år at udgøre 40% af ydelsen.

Der er to tilskudselementer i ordningen, en ydelsesnedsættelse og en kreditgaranti. Værdien af ydelsesnedsættelsen er enkel at vurdere. Kreditgarantien derimod er mere kompliceret at vurdere. Der skal skønnes over omfanget af misligholdelser og deres fordeling over lånenes løbetid. Endvidere bør der tages højde for, at der er en sammenhæng mellem omfanget af misligholdelser i land-

bruget og de generelle konjunkturer i økonomien. Hvis der fandtes tilsvarende risikable lån på det finansielle marked, kunne prisfastsættelsen af disse anvendes. Der findes imidlertid ikke et organiseret marked for risikabel gæld i Danmark. Man må altså regne sig frem til vurderingen ved hjælp af mere eller mindre komplicerede metoder.

I en række rapporter og betænkninger fra landboorganisationerne, Landbrugsministeriet og Statens Jordbrugsøkonomiske institut er der siden midten af 80'erne foretaget skøn af tilskudselementet i YJ-ordningen. I ingen af disse rapporter/betænkninger er værdien af kreditgarantien søgt beregnet. Den er altså mere eller mindre stiltiende sat til nul. Dette virker forunderligt, idet den foretagne udbygning af YJ-ordningen var baseret på, at det var umuligt at finansiere et generationsskifte i landbruget ved hjælp af sælgerpantebreve med sikkerhed mellem 80 og 95% af gårdens købspris til en acceptabel kurs.

Der foreligger tal for YJ-lånenes regnskabsmæssige misligholdelsesprocent, defineret som årets misligholdte beløb divideret med den samlede garantistillelse. For 1994 ligger tallet på 2,53%. Rapport fra Arbejdsgruppen vedrørende yngre jordbrugerordninger anfører om dette tal: »(Tallet) overstiger de hidtige skøn. Det er dog væsentligt at fremhæve, at det endnu ikke er muligt med sikkerhed at vurdere, om stramningerne i 1990-ordningen vil resultere i det dengang forventede fald i garantiindfrielse (fra 3pct. til 1pct.)«. Der findes ingen tal, der belyser misligholdelsernes fordeling over lånenes løbetid. I nedenstående beregninger tages der udgangspunkt i reglen om, at et gammelt pantebrev/lån er et godt pantebrev/lån. Beregningsmæssigt antages misligholdelse at ske jævnt over lånets første 7 år. På baggrund af dette mønster og den regnskabsmæssige misligholdelsesprocent beregnes lånets misligholdelse. I nedenstående tabel er anført den beregnede kurs for et YJ-lån uden ydelsesnedsættelse. Kursen er

anført som en funktion af den regnskabsmæssige misligholdelsesprocent.

Tabel 1. Beregnet kurs for YJ-lån uden ydelsesnedsættelse

Misligholdelsesprocent	2,0	2,5	3,0
Kurs	0,78	0,74	0,70

Det ses, at kursen på et YJ-lån uden ydelsesnedsættelse er af størrelsesordenen 70-78. Kurserne er beregnet ved et renteniveau på 8%. Beregninger viser, at kurserne er relativt ufølsomme overfor rentens størrelse.¹ I øjeblikket (primo 1998) er der et marked for nyudstedte pantebreve fra landbruget (se afsnittet om risikovillige landbrugsobligationer). Sådanne pantebreve med en nominel rente svarende til en risikofri pariobligation handles typisk også til kurser i intervallet 70-78. Dette kunne tyde på, at markedet baserer sig på en generel misligholdelsesprocent i størrelsesordenen 2,5. Hertil skal dog bemærkes, at de nyudstedte pantebreve har en bedre bonitet end ovenstående YJ-lån. Den generelle misligholdelsesprocent vurderes således at være højere end 2,5%. Vi har således af ovenstående, at værdien af kreditgarantien for YJ-lånene repræsenterer en værdi på mindst 25% af lånenes værdi.

I tabel 2 er anført værdien for køber af en obligation, hvor der er givet ydelsesnedsættelse i overensstemmelse med YJ-reglerne. Ydelsesnedsættelsen er dog givet for hele lånet. Beregningen er baseret på, at der ikke er nogen misligholdelsesrisiko.

Tabel 2. Værdi af lån med ydelsesnedsættelse (hele lånet). Ingen kreditrisiko

Renteniveau	8%	10%
Kurs	0,55	0,51

Da lånet optages til pari repræsenterer ydelsesnedsættelsen altså en værdi på 45% af hele lånet ved et renteniveau på 8% p.a. Det bemærkes, at værdien af ydelsesnedsættelsen vokser med det generelle renteniveau. I perioder af 80'erne udgjorde ydelsesnedsættelsen således et væsentlig større subsidie end i dag.

Det samlede tilskud i YJ-ordningen kan ikke blot beregnes som summen af tilskuddene vedrørende ydelsesnedsættelsen og kreditgarantien. Dette skyldes, at i de perioder, hvor staten betaler alle ydelserne på lånet, kan staten ikke også risikere at komme til at betale de samme ydelser som følge af misligholdelse. I nedenstående tabel 3 er anført den beregnede kurs for et YJ-lån med ydelsesnedsættelse (hele lånet) og kreditrisiko. Kursen er anført som en funktion af den regnskabsmæssige misligholdelsesprocent og det generelle renteniveau.

Tabel 3. Beregnet kurs for YJ-lån med ydelsesnedsættelse (for hele lånet) og kreditrisiko

Misligholdelsesprocent \ Renteniveau	8%	10%
2%	0,41	0,38
2,5%	0,38	0,35
3%	0,35	0,32

Af tabel 3 fremgår, at subsidiet for et YJ-lån, hvor der gives ydelsesnedsættelse for hele lånet, er på ca. 60% af lånets provenu.

Det er imidlertid kun 75% af lånet, der er tilskudsberettiget, og den del af et YJ-lån, der overstiger 430 tusinde kr., modtager ikke tilskud. I nedenstående tabel 4 er kurs samt tilskud i kroner beregnet ved en række lånestørrelser. Beregningerne er baseret på en regnskabsmæssig misligholdelsesprocent på 2,5% og et renteniveau på 8% p.a.

Tabel 4. Kurs på YJ-lån samt tilskud i kroner ved forskellige lånestørrelser. Alle beløb er angivet i hele tusinde kroner.: Baseret på en lånestørrelse på 430 tusinde kr.*

Lånestørrelse	≤430	500	550	600	650	700	750
Kurs	0,47	0,51	0,53	0,55	0,56	0,57	0,58
Tilskud i kroner	228*	246	259	272	285	298	311

I runde tal udgør YJ-tilskuddene således knapt 50% af låneprovenuet. Hvis der alene havde været givet en kreditgaranti, ville dette tilskud udgøre godt 25% af låneprovenuet.

Tilskud kapitaliseres i større eller mindre grad i landejendommenes priser. I de tidligere nævnte rapporter og betænkninger fra organisationer samt ministerier er der enighed om, at YJ-lånenes tilskudselement kun i begrænset omfang kapitaliseres i ejendomspriserne. Helt bogstaveligt tales der med een stemme, idet alle disse rapporters og betænkningers beregninger og vurderinger desangående kan føres tilbage til et regneeksempel i rapport nr. 42: »Struktur og kriseordninger på landbrugsområdet (side 127-128 samt side 170-175)«. I regneeksemplet er udbuddet af landejendomme uafhængigt af prisen. Efterspørgslen efter landejendomme kommer fra to grupper af landmænd: Landmænd (20%), der får YJ-lån, og landmænd (80%), der ikke får YJ-lån. Efterspørgslen fra de to grupper af landmænd forudsættes (uden nærmere begrundelse) i eksemplet at have samme priselasticitet. Heraf følger, at 20% af YJ-støtten

kapitaliseres i landejendommenes priser. I dag, hvor ca 40% af ejendomshandlerne er baseret på YJ-lån, konkluderer den nyeste rapport vedrørende området, at 40% af YJ-støtten kapitaliseres i priserne. Hvis man i ovenstående regneeksempel i stedet antager, at etablerede landmænds efterspørgsel efter tillægsgårde (og jord) er relativt prisufølsom, og vordende landmænds efterspørgsel efter landbrugsbedrifter er helt priselastisk fås, at hele YJ-subsidiet kapitaliseres i priserne. Uden her at gå ind i en nærmere analyse er det forfatterens opfattelse, at YJ-subsidierne i væsentlig omfang kapitaliseres i landejendommenes priser.

Landbruget har taget YJ-ordningen til sit hjerte. Kun et enkelt punkt har givet anledning til debat. Nemlig fordelingen af ydelsestilskuddet mellem de små og store lån samt det maksimale lånebeløb. Dette punkt har været til debat mellem husmændene og de øvrige landbrugere hver gang, at YJ-ordningen er blevet revideret. Små maksimale lånebeløb og relativt store ydelsestilskud til de mindre YJ-lån tilskynder til mindre brugsstørrelser. Husmændene – og vel også andre – finder dette tiltalende. Husmændenes oprindelige argument for det mindre brug var, at dette var mere effektivt, og som følge heraf kunne husmændene byde en højere pris for jord og dermed udkonkurrere øvrige brug. Tallenes tale er anderledes. De nye tider kræver af økonomiske årsager store brugsstørrelser. Udformningen af YJ-ordningen hæmmer denne strukturudvikling. Dette sker som følge af, at en statsbaseret ordning tillader ordningens brugere at politisere omkring brugsstørrelsen, uden at de selv bærer omkostningen herved. En markedsbaseret løsning har i relation hertil den fordel, at det står enhver frit for at vælge brugsstørrelse, blot han selv betaler prisen.

Det årligt udbetalte låneprovenu fra YJ-ordningen er af størrelsesordenen 200 mio. kr.

Samfundets tilskud hertil er ca 100 mio kr årligt.

De fleste forbinder vel legaliteten af en erhvervsstøtteordning med et erhverv, der har brug for en strukturudvikling og som samtidig er betrængt. Det ironiske ved YJ-ordningen er, at den hæmmer den nødvendige strukturudvikling og at behovet for den vokser (som følge af højere gårdspriser), desto mindre betrængt landbruget er.

Det er væsentligt at generationsskifte i landbruget kan gennemføres uhindret. YJ-ordningen kan løfte denne opgave. Spørgsmålet er således, om der findes alternativer, der er i stand til at løfte generationsskiftet med færre omkostninger end YJ-ordningen? Dette spørgsmål søges besvaret i næste afsnit.

4. Markedsbaserede alternativer til YJ-ordningen

I de efterfølgende afsnit analyseres og diskuteres landbrugets generationsskifte baseret på tre markedsbaserede ordninger.

- A. Tilførsel af mere egenkapital ved at inddrage eksterne aktionærer. A/S-ordningen.
- B. Forpagtningsordningen, der består i, at den vordende landmand forpagter jorden i stedet for at købe den.
- C. Landbrugsobligationsordningen, der består i, at der organiseres et marked for risikovillige landbrugsobligationer/pantebreve.

I landbruget er der som i andre erhverv en række forhold der besværliggør finansiering. Inden ovenstående tre ordninger tages under behandling, skal vi kort afklare disse forhold.

Delegerings-, diversificerings- samt konkursomkostningsproblemet

a. Delegeringsproblemet

Når man ansætter en medarbejder til at udføre et arbejde for sig, kan man risikere, at

der ikke ydes en indsats af samme omfang og kvalitet, som hvis vedkommende arbejdede for sig selv. Hvis det er vanskeligt at observere indsatsen, er det svært at skride ind herover.

Ovenstående er en væsentlig problemstilling i landbrug. Holder røgteren øje med koens yver, så yverbetændelse forhindres? Går han en tur i stalden, inden han skal i seng? Observerer han straks, at koen er tyregal? Kigger han – når han vender sig i sengen om natten – på det lille sort/hvide TV-apparat, der overvåger koen, der skal kælte? Det er svært at vide, men en landmand gør det. Selvom røgteren holder øje med køernes yvere, kan en ko alligevel få yverbetændelse. Der skal således en meget tæt overvågning til for at sikre samme indsats, som hvis medarbejderne arbejdede for sig selv.

Da såvel indsatsen er svær at observere som udkommet af indsatsen er behæftet med væsentlig usikkerhed i landbrug, er der et væsentligt delegeringsproblem i landbrug.

b. Diversificeringsproblemet

Ved at basere et gårdkøb på et gældsfinansieringsmønster svarende til sælgerpantebrevssystemet eller YJ-ordningen påtager den etablerende landmand sig en stor formuerisiko. Denne risiko er blevet forstærket dels gennem landbrugets specialisering og dels via de større brugsstørrelser. Risikoen vil vokse yderligere som følge af de stadigt voksende brugsstørrelser. Prissvingninger på op til 20% af gårdens værdi er ikke usædvanlige.

c. Konkursomkostningsproblemet

Ved misligholdelse over for kreditorerne er de yderste kreditorer i landbruget erfaringsmæssigt dårligt stillet. Ud over de retlige omkostninger påløber der ved tvangssalg af gården salgsomkostninger på ca. 5% af bedriftens værdi. Hertil kommer, at et hurtigt salg som oftest indbringer for lav en pris. En me-

re planlagt realisering af bedriften har imidlertid den ulempe, at bedriften igennem længere tid skal drives af en bestyrer med de agentomkostninger, dette medfører, jævnfør beskrivelsen af delegeringsproblemet².

5. A/S-ordningen

Et alternativ til den tidligere gængse sælgerpantebrevsfinansiering er at erstatte denne med ekstern egenkapital. Dette kan gøres ved at drive landbruget som et aktieselskab, hvor landmanden udbyder en del af aktierne til øvrige investorer.

Ud over at tilvejebringe finansiering giver ekstern egenkapital sammenlignet med sælgerpantebrevsfinansiering anledning til to væsentlige fordele for den etablerende landmand. Han får en mindre risikabel formuesammensætning, og risikoen for ikke at kunne svare enhver sit reduceres. Ekstern egenkapital afhjælper således diversificerings- og konkursomkostningsproblemet. Det blev imidlertid først lovgivningsmæssigt tilladt at drive dansk landbrug i aktie- eller anpartsselskabsregi ved en revision af landbrugslovgivningen i 1989.

Det er kun selskaber, hvori der optræder eksterne aktionærer, der har relevans for vor problemstilling. Af nedenstående tabel fremgår, at 98 større landbrug pr. 1. januar 1997 drives i selskabsregi med deltagelse af eksterne aktionærer.

Tabel 5. Antal landbrugsselskaber med eksterne aktionærer pr. 1. januar 1997 fordelt efter hektarstørrelse

Ha	50-100	100-150	150-200	200-
Antal	56	20	5	17

Kilde: Strukturdirektoratet for Landbrug og Fiskeri.

Man må således konkludere, at landbruget ikke i nævneværdigt omfang har benyttet sig

af muligheden for at tilvejebringe ekstern egenkapital til trods for de potentielle fordele herved. Dette skyldes, at der er tre ulemper ved at tilvejebringe ekstern egenkapital: Delegeringsproblemet, YJ-ordningen samt landbrugslovens udformning med hensyn til at drive landbrug i selskabsregi.

Når en ekstern investor indskyder aktiekapital i en landbrugsbedrift, har han en formodning om, at landmanden – jævnfør afsnittet om delegeringsproblemet – ikke yder en indsats af samme omfang og kvalitet, som hvis landmanden selv ejede alle aktierne. Jo mindre andel af aktierne landmanden bibeholder desto større problem. Ved prissætningen af aktierne indkalkulerer den eksterne investor det forhold, at landmanden vil præstere en dårligere indsats desto færre aktier, han ejer. Problemet kan i nogen udstrækning afbødes ved overvågning af landmanden, men dette er nærmest en omkostningsmæssig umulighed for en institutionel investor, der eksempelvis har domicil i København og har indskudt 1 mill. kr. i bedriften³.

Når landmanden lader eksempelvis sælgerpantebrevsfinansiering erstatte af ekstern egenkapitalfinansiering, opnår han mindre formuerisiko og mindre sandsynlighed for konkurs. Samtidig forøges delegeringsproblemet. Hvis diversificerings- og konkursomkostningsproblemet reduceres med mere end delegeringsproblemet forøges, skal landmanden vælge at udstede eksterne aktier. Tabel 5 tyder ikke på, at dette er tilfældet.

YJ-ordningen er udformet således, at selskaber ikke kan opnå disse lån. Tager en vordende landmand ekstern aktiekapital ind i sin finansieringsstruktur, siger han samtidig nej tak til YJ-tilskuddene angivet i tabel 4. Med denne ulempe kan det ikke undre, at mindre og mellemstore bedrifter ikke etableres i aktieselskabsregi. For de store bedrifter spiller YJ-ordningen relativt set en mindre rolle. Af tabel 5 fremgår, at dette ikke ændrer facit.

Det er lovgivningsmæssigt en betingelse for at drive landbrug i selskabsregi, at flertallet af stemmerne i selskabet besiddes af en person, »landmanden«, der opfylder landbrugslovens erhvervsbetingelser. Landmanden skal endvidere bo på ejendommen i mindst 8 år efter selskabets erhvervelse af ejendommen. Der er dog principielt intet til hindring for, at de eksterne aktionærer betinger sig en aktionæroverenskomst, der muliggør en udskiftning af en uduelig/skulende landmand med en ny. Denne skal blot også opfylde erhvervs- og bopælskravene. En sådan selskabsretlig særlovgivning forstærker det i forvejen tunge delegeringsproblem i landbruget. Eksterne aktionærer må befrygte, at de kommer i lommen på landmanden.

Før 1957 var der i Danmark fri adgang til at etablere og drive landbrug i aktieselskabsregi. Denne konstruktion blev praktisk taget ikke brugt. Også i udlandet er det sjældent at se landbrug drevet i aktieselskabsregi. Sammen med ovenstående indikerer dette, at delegeringsproblemet er af et sådant omfang, at det ikke kan afhjælpes ved at ændre landbrugslovgivningen således, at de eksterne aktionærer tildeles flere sanktionsmuligheder over for den interne aktionær/landmanden. Problemet er ikke, som hævdet fra visse kredse i landbruget, at de eksterne aktionærer overtager al dansk landbrug. Problemet er, at de ikke vil være med.

Min formodning er således, at en A/S-ordning generelt set ikke vil kunne bringes til at løfte landbrugets generationsskifteproblem.

6. Forpagtningsordningen

Et alternativ til den tidligere gængse sælgerpantebrevsfinansiering er delvist at erstatte selvejet med en forpagtningsordning. Udbredelsen af jordforpagtning i midten af 1980'erne er angivet i nedenstående tabel 6 for en række lande.

Tabel 6. Forpagtningsprocenten angiver, hvor stor en andel af det pågældende lands landbrugsjord der drives via en forpagtningsaftale. For de fleste lande refererer forpagtningsprocenten til året 1985, mens den for andre refererer til året 1987

Land	Belgien	V. Tyskland	Frankrig	Holland	Storbritannien
Forpagtningsprocent	70	33	50	37	38

Kilde: Betænkning nr. 1152.

Forpagtning er således en levedygtig driftsform i en række nært beslægtede lande. Dette taler for nærmere at analysere konsekvenserne for dansk landbrug.

De traditionelle forpagtninger i Danmark har været præstegårds- og godsforpagtninger. Præstegårdene er blevet nedlagt, og godserne har som følge af den stedfundne effektivisering af markbruget fundet det mere rentabelt at inddrage bigårdenes drift under hovedgården. Til trods herfor er forpagtningsprocenten i Danmark vokset fra 15,7% i 1980 til 20,1% i 1991 og 22,6% i 1995. Dette skyldes delforpagtninger, udleje af jord fra en landmand til en anden, typisk fra en ældre til en yngre. Om disse delforpagtninger skyldes, at den ældre landmand ikke har været parat til at sælge jorden, eller den yngre landmand ikke har været i stand til at købe den, ved vi ikke. Men én ting vides, selveje af jord i dansk landbrug er ikke længere enerådende.

Jorden udgør ca. 50% af en typisk landbrugsbedrifts værdi. Lejer en vordende landmand jorden i stedet for at købe den, skal han ved køb af en bedrift til 5 mill. kr. følgelig blot selv finansiere de 2,5 mill. kr. Ved en traditionel finansiering fås opstillingen på side 2. Det fremgår heraf, at der er en manko på 0,2 mill. kr. Dette beløb vil kunne finansieres ved hjælp af et traditionelt sælgerpantebrev. Dette tyder på, at landbrugets generationsskifteproblem kunne have været løftet af en forpagtningsordning i stedet for YJ-lånene.

Jord er i modsætning til øvrige landbrugsaktiver særdeles velegnet til udlejning. Det er

let for udlejer at overvåge, om jorden bliver misrøgtet. Samtidig har udlejer ved optræk til misrøgt eller ved manglende legebetalning let ved at udleje til anden side, sælge eller selv tage over og drive markerne. For forpagter består det væsentligste problem i muligheden for at forlænge forpagtningsaftalen. Når landmanden har investeret i f.eks. mælkeproduktion, kan udlejer have et incitament til at hæve forpagtningsafgiften, når forpagtningsaftalen skal forlænges. Dette problem kan undgås ved lange forpagtningsaftaler og/eller ved at stille forpagteren først blandt ligemænd, når aftalen skal forlænges. Omvendt kan der argumenteres for, at landmanden bør kunne opsiges med relativt kort varsel, da udlejer relativt let kan disponere jorden til anden side. Ved gårdsalg eller misligholdelse af forpagtningskontrakten er det endvidere væsentligt, at landmandens kreditorer har mulighed for at træde ind i forpagtningskontrakten. Er dette ikke tilfældet, ville landmanden ikke kunne få finansieret sit gårdkøb, idet långiverne ville forudse, at eksempelvis en specialiseret mælkebedrift ikke har samme værdi, hvis jorden ikke ligger omkring stalene. Vi kan konkludere, at forpagtning af jord ikke som ekstern egenkapital er ramt af et delegeringsproblem.

Vi vil nu se på, hvorledes jordforpagtning påvirker landmandens diversificeringsproblem. Der er en positiv sammenhæng mellem størrelsen af landbrugets dækningsbidrag og prisen på landbrugsjord. Landmanden har ved et traditionelt finansieringsmønster en stor formuerisiko, idet hans dækningsbidrag og værdien af jorden begge forøges/reduceres

res ved højere/lavere prisniveau. Ved en forpagtningsaftale med fast ydelse påvirker et ændret prisniveau kun hans dækningsbidrag, hvorfor han har en lavere formuerisiko. Traditionelt reguleres jordforpagtningsydelsen med kornprisen, et indeks for landbrugsvarer eller eksempelvis det generelle prisniveau. Ved en sådan aftale reduceres landmandens formuerisiko yderligere, idet forpagtningsafgiften er høj/lav, når landbrugets dækningsbidrag er høj/lav. Forpagtning af jord overfører således formuerisiko fra forpagter til udlejer og afhjælper herved landmandens diversificeringsproblem.

Forpagtning giver sammenlignet med lån anledning til en mindre risikabel pengestrøm. Risikoen for at landmanden misligholder er således mindre ved forpagtning af jord end ved lånefinansieret køb af jord. Hvis landmanden misligholder overfor udlejer af jorden, er de øvrige kreditorer normalt nødt til at indtræde i landmandens sted, idet øvrige kreditorer eksempelvis ikke vil være tjent med en mælkegård uden jordtilliggender. Hvis der misligholdes overfor øvrige kreditorer, har disse en fordel sammenlignet med, at jorden var købt. Jorden skal ikke sælges, forpagtningsaftalen kan blot overdrages. Konkursomkostningsproblemet bliver formentligt svagt reduceret ved forpagtning af jord fremfor lånefinansieret køb. Vi kan således konkludere, at udover at tilvejebringe den nødvendige finansiering giver forpagtning af jord sammenlignet med lånefinansieret jordkøb anledning til en formuediversificeringsfordel uden at delegerings- og konkursomkostningsproblemet bliver forstærket.

Danske pensionskasser er et nærliggende bud på mulige jordejere. Pensionskasserne har midlerne, og forpagtningsaftalerne giver for første gang pensionskasserne mulighed for at foretage større investeringer i landbrugssektoren. Herved overføres en u hensigtsmæssig konjunkturbetinget formuerisiko fra den en-

kelte landmand til et bredt udsnit af investorer, som er parate til at påtage sig denne risiko. I modsætning til aktieerhvervelse i landbruget er der intet delegeringsproblem for pensionskasserne ved at erhverve jord og bortforpagte denne til landmanden. Jordkøb, jordsalg og forpagtninger er relativt let for pensionskasserne at administrere. Den enkelte pensionskasse har behov for hurtigt at kunne frigøre sig fra jordkøb. Dette krav kan opfyldes ved at lade et eller flere aktieselskaber eje jorden. Hvis den enkelte pensionskasse ønsker mere eller mindre jord, sker dette ved, at pensionskassen køber eller sælger aktier. Den nærmere afgrænsning af investorkredsen kan diskuteres, blot køb, salg og forpagtning sker på forretningsmæssige vilkår. Endvidere må man have for øje, at en sådan ordning giver den velkonsoliderede landmand mulighed for at købe jorden tilbage.

Det er i dag ikke lovgivningsmæssigt muligt at tilvejebringe ovenstående konstruktion. Dette skyldes ene og alene, at der ikke har været et pres fra landbruget side for at ændre loven. Et sådant pres har ikke været nødvendigt, YJ-ordningen har kunnet løfte generationsskifteopgaven. Havde denne vej ikke været farbar, havde sagen stillet sig anderledes.

Der synes ikke at være tvivl om, at forpagtning ville kunne have erstattet YJ-ordningen frem til nu. Spørgsmålet er snarere, om forpagtning alene også vil kunne løse generationsskiftet for fremtidens større og større bedrifter. Dette er tvivlsomt. Betragter vi en gård til 10 mill. kr. og lader den nyetablerede landmand forpagte jorden, skal landmanden have restbeløbet på 5 mill. kr. finansieret. Ved en traditionel finansiering fås opstillingen på side 1. Det fremgår heraf, at der resterer en manko på 0,75 mill. kr.. Dette beløb vil ikke kunne finansieres ved hjælp af et traditionelt sælgerpantebrev. Dette er en yderligere begrundelse for næste afsnit om landbrugsobligationsordningen.

7. Risikovillige landbrugsobligationer

I øjeblikket er der et marked for nyudstedte pantebreve fra landbruget, og pantebrevene handles til ganske pæne kurser. De endelige aftagere er typisk banker, forsikrings- og pensionsselskaber samt enkelte velhavende private investorer. Udbuddet kommer fra de ca. 60% af gårdhandlerne, der ikke kan baseres på YJ-lån, samt fra etablerede landmænds tillægskøb. Disse landmænd har dokumenteret, at de har evnet og villet svare enhver sit. Endvidere er disse landmænd relativt velkonsoliderede, hvorfor pantebrevet sjældent overstiger 90% af gårdens værdi. Det væsentligste problem ved dette marked er, at man selv med relativt gode låntagere frygter, at det forsvinder, når der kommer dårligere tider. Konklusionen er som i slutningen af 70'erne, at man ikke kan forlade sig på sælgerpantebrevsfinansiering.

En løsning herpå er at omorganisere det private sælgerpantebrevsmarked til et offentligt, risikovilligt obligationsmarked. Som ved et traditionelt obligationsmarked udsteder låntager et pantebrev til et kreditinstitut. Dette udsteder offentligt noterede obligationer med sikkerhed i pantebrevene. Ved en traditionel obligationsordning modtager låntager obligationer i bytte for pantebrevet, og låntagningen sker ved, at låntager sælger obligationerne på markedet. Herved finansieres låntagerne til én og samme pris. På det private pantebrevsmarked afregnes landbrugspantebreve til forskellige priser – op til 15 kurs points. Dette er resultatet af en indgående kreditvurdering. Gården vurderes, ofte med assistance af realkreditens landbrugsinspektører. Låntager vurderes, er han førstegangskøber eller har han dokumenteret, at han kan drive en gård. Hvordan er hans egenkapital fremkommet. Er der tale om en planteavls-, -svine eller kvægbedrift. Er budgettet velbearbejdet. Står landbrugskonsulenten inde for det. Hvor yderligt er pantebrevet placeret. Alt dette indebærer en individuel prissætning af landbrugspantebrevet. Et landbrugsinstitut er

nødt til at tage højde herfor. Afregnes de risikable pantebreve til en og samme kurs, vil de mest kreditværdige låntagere fravælge landbrugsinstitutet og istedet betjene sig af det private pantebrevsmarked. Dette fravalgsproblem medfører således, at landbrugsinstitutet må afregne landbrugspantebrevene individuelt efter en kreditvurdering af samme omfang som ved den private pantebrevsfinansiering. På dette punkt består fordelene alene i en vis stordriftsfordel i forbindelse med kreditvurdering. De risikovillige landbrugsobligationer bliver altså udstedt på baggrund af pantebreve med forskellig kreditvurdering. Et alternativ hertil er at udstede flere obligationsserier baseret på kreditmæssigt ensartede pantebreve. Dette er, jævnfør senere, ikke en farbar vej, da de enkelte obligationsserier vil blive for små til at have interesse for offentlig notering. I det omfang pantebrevene gennemsnitlig afregnes til en anden kurs end obligationerne, opstår der en provenúdifference i landbrugsinstitutet. Ønskes denne risiko ikke påført landbrugsinstitutet, kan differencen elimineres ved at efterregulere pantebrevene. Som i en kreditforening kanaliseres ydelserne fra pantebrevene videre til obligationskøberne, hvorfor det er disse, der påtager sig al risiko. Misligholder låntagerne overfor landbrugsinstitutet, modtager obligationsejerne en tilsvarende lavere ydelse – deres ydelse svarer til gennemsnitpantebrevets ydelse.

Finansiering ved hjælp af risikovillige obligationer fremfor pantebreve indebærer en række fordele. Ønsker en obligationsejer ikke længere at påtage sig risikoen, kan han straks sælge obligationen. Havde der været tale om et pantebrev, skulle såvel sælger som køber undersøge kreditværdigheden af landmanden bag pantebrevet. Ved at købe en obligation baseret på en pulje af pantebreve får den mindre investor en diversificeringsfordel, som han vanskeligt selv kunne etablere i pantebrevsmarkedet. De fleste private investorer vil formentlig stå noget tøvende over

for et misligholdt landbrugspantebrev. Håndtering af et misligholdt pantebrev foregår ved obligationsordningen af landbrugsinstituttet, som herved kan udnytte en stordriftfordel. Ovenstående indebærer at risikovillige landbrugsobligationer appellerer til en langt videre investorkreds, end landbrugspantebrevene er i stand til. Ved et traditionelt pantebrev kan landmanden normalt kun komme ud af lånet ved at indfri det til pari eller ved at tilbagekøbe det af pantebrevsinvestor efter en forhandling. Det sidste kan være vanskeligt. Ved almindelig obligationsfinansiering kan låntager komme ud af lånet ved at opkøbe obligationer på markedet og levere disse til kreditforeningen. Denne procedure kan ikke anvendes ved en landbrugsobligationsordning, idet den relativt kreditværdige landmand vil kunne tjene, på at udstede et pantebrev til landbrugsinstituttet for straks at købe landbrugsobligationer og indlevere disse til instituttet. Hvis det er ønskeligt, at landmanden kan frigøre sig fra lånet, må denne frigørelse – som ved lånoptagningen – baseres på en kreditvurdering.

Hvis man forestiller sig, at de risikovillige landbrugsobligationer skal overtage YJ-lånene, ejerskifter for de ikke YJ-lånsberettigede landmænd, tillægskøb samt udbygningsinvesteringer er det årlige volumen ca. ½ mia. kr. Der er således ikke plads til forskellige lånetyper, konvertible/ikke konvertible obligationer samt forskellige risikoklasser. Der er plads til en serie. Eksempelvis et inkonverterbart 20 årigt annuitetslån med sikkerhed indenfor 92% af gårdens værdi. Der åbnes en ny serie hvert andet år. Sammenlignet med realkreditobligationer er omkostningerne ved risikovillige landbrugsobligationer væsentlig højere. Ved lånets etablering skal der ske en omfattende kredit/risikovurdering af lånet. Denne vurdering sker typisk på samme tidspunkt, hvor realkredit og bank vurderer landmand og bedrift. Der er tradition for et samarbejde mellem disse, og en eventuel pantebrevsfinansiering nyder godt heraf. Banken

trækker på realkreditens landbrugsinspektører, og realkrediten trækker på bankens krediteksptise. Det vil alene af omkostningshensyn være vigtigt, at et landbrugsinstitut kan indtræde i dette samarbejde. Mens lånene løber, skal landbrugsinstituttet af hensyn til prisdannelsen stille flere oplysninger til rådighed end hvad, der er sædvanligt for et realkreditinstitut. Der skal blandt andet oplyses detaljeret om fordelingen af panter i serien, misligholdelser, tab på misligholdelser samt tilbagekøb. Samtidig skal man holde sig for øje, at analyse af sådanne data skal bæres af et relativt lavt volumen. Hertil kommer behandling af misligholdelser, som vil være væsentlig større end i det sædvanlige realkreditsystem. Hvis der åbnes mulighed for, at landmanden kan træde ud af lånet, skal der ske en kreditvurdering i denne forbindelse.

Etablering af et landbrugsinstitut kræver ved en traditionel indtægtsstruktur baseret på lånegebyr og administrationsbidrag en længe-revarende investering. Ved et administrationsbidrag pr. år på 1% af hovedstolen vokser det årlige administrationsprovenu således fra 5 mill pr. år til 100 mill kr. pr. år over en 20 årig periode. Bortset fra et eventuelt tidsmæssigt problem synes der at være god økonomi i et landbrugsinstitut. Det er imidlertid af afgørende betydning for instituttets økonomi, at det i forbindelse med kreditvurdering kan trække på realkreditens ca. 200 landbrugsinspektører. Da instituttets långivning er et supplement til realkreditlångivningen, da realkrediten i dag sælger denne vurderingsservice til bankerne, og da realkrediten tidligere har udtalt sig positivt om en sådan ordning i tilknytning til tilførelse af egenkapital til landbruget fra pensionskasser, må man regne med, at realkrediten vil se med velvilje derpå. Det er endvidere af vigtighed for instituttet, at det kan indgå i et åbent samarbejde med bankerne ved kreditvurderingen af den enkelte landmand. Heri ligger imidlertid et potentielt konkurrenceproblem, da nogle af bankerne i dag har etableret en mindre

niche, der består i at vurdere og afhænde etablerede landmænds pantebreve. Samlet set er det en fordel at kanalisere disse pantebreve via landbrugsinstituttet, men bankerne skal have et incitament hertil.

I ovenstående konstruktion passerer pantebrevsydelserne direkte igennem landbrugsinstituttet, således at obligationsejerne bærer kreditrisikoen. En variant heraf er at lade aktionærerne i instituttet bære en større eller mindre del af kreditrisikoen. Dette giver imidlertid anledning til en konflikt mellem kreditorer (obligationsejere) og aktionærer, idet en konjunkturedgang i landbruget vil indebære en bekostelig omstrukturering af landbrugsinstituttet, medmindre instituttet er finansieret med en betragtelig mængde egenkapital. Dette er imidlertid næppe realistisk, da eksempelvis bankerne hverken gennem deres kreditgivning eller ved vedvarende køb af sælgerpantebreve fra landbruget har vist ønske om at påtage sig en sådan kreditrisiko. Et tredje problem ved at lade aktionærer bære kreditrisikoen i et landbrugsinstitut er, at forbindelsen til kapitalmarkedet mere eller mindre kappes. Ved »obligationsordningen« er kreditgivningen til landbruget hele tiden baseret på markedsvilkår, hvorimod et enkelt »aktionærbaseret« institut ikke i samme omfang er undergivet markedsvilkår. Det synes derfor mest hensigtsmæssigt at lade et landbrugsinstitut være baseret på risikovillige obligationer.

I lyset af de mange fordele, som risikovillige obligationer udstedt på baggrund af landbrugspantebreve har, må man undre sig over, at vi ikke i dag har et landbrugsinstitut. Hertil anføres, at tilstedeværelsen af YJ-ordningen reducerer det årlige markedsvolumen til godt en 1/4 mia kr., og dette volumen opnås kun, hvis instituttet bliver en ubetinget succes. Endvidere kan man ikke være sikker på, at YJ-ordningen ikke ad politisk vej yderligere udbygges. Andre anfører, at lovgivningen direkte forhindrer realkreditinstitutter i at gå

ind i området og stærkt handicapper investeringsforeningerne. Andre igen anfører, at hvis en enkelt bank går ind i området, vil dette afføde en negativ reaktion fra andre banker. Men alle er enige om, at ideen er god.

Volumenmæssigt er det nødvendigt for et landbrugsinstitut, at YJ-ordningen afskaffes. Samtidig må man som følge af den relativt store investering have tiltro til, at YJ-ordningen eller en anden tilsvarende ordning ikke siden genetableres. Staten spiller således en central rolle i overvejelserne vedrørende et risikovilligt obligationsmarked for landbruget. Omvendt kan man ikke fra landbrugets side forlade sig på, at etableres disse forudsætninger, da dukker landbrugsinstituttet op af disen.

Et landbrugsinstitut kan løfte landbrugets generationsskifteproblem. Oprettelsen af et landbrugsinstitut kræver formodentlig, at det offentlige tilskynder til oprettelsen af et sådant. Et forslag består i, at staten lader Nationalbanken forestå oprettelsen af landbrugsinstituttet. Alle realkreditinstitutter og banker indbydes til at tegne aktier heri. Staten og Nationalbanken borger for, at landbrugsinstituttets økonomi ikke senere udhules ved, at eksempelvis en ordning svarende til YJ-ordningen senere genindføres ad politisk vej. Samtidig tilvejebringer Nationalbanken autoritet i relation til realkreditinstitutterne og bankerne.

En væsentlig sidegevinst ved et landbrugsinstitut er, at det giver mulighed for at indhøste erfaringer ved et risikabelt, offentligt noteret gældsmarked. I betragtning af at Danmarks erhvervsstruktur er kendetegnet ved mange små virksomheder, har sådanne markeder interesse for hele økonomien. Risikable, offentlige gældsmarkeder baseret på handelsvirksomheder, håndværk og mindre industri er væsentlig mere komplicerede end et gældsmarked baseret på relativt homogene landbrugsbedrifter. Det er derfor væsentligt

at potentielle deltagere i sådanne markeder gives lejlighed til at høste førstehåndserfaringer fra et obligationsmarked for risikovillige landbrugsobligationer. Dette er begrundelsen for, at det foreslås, at alle realkreditinstitutter og banker får tilbud om at tegne aktier i et landbrugsinstitut. Samme hensyn taler for, at institutionelle investorer samt landbruget tilbydes en begrænset tegning i instituttet.

Set med offentlighedens øjne består fordelene ved et landbrugsinstitut i, at man sparer YJ-tilskuddene, letter landbrugets omstrukturering og får lejlighed til at høste erfaringer med et risikabelt gældsmarked på et sikkert og afgrænset område. Disse erfaringer er nødvendige for at udvikle risikable gældsmarkeder baseret på handel, håndværk og mindre industri.

8. Afslutning

Risikovillige landbrugsobligationer og jordforpagtning er markedsbaserede alternativer til den nuværende YJ-låneordning. Risikovillige landbrugsobligationer er nødvendige, da jordforpagtning må suppleres med andre finansieringskilder som følge af fremtidens stadigt større brugsstørrelser. Omvendt vil anvendelse af alene risikovillige landbrugsobligationer give anledning til, at landmanden påføres en unødigt stor formuerisiko. Denne reduceres ved jordforpagtning. Ved risikovillige obligationer og jordforpagtning spares subsidierne til YJ-ordningen samtidig med, at der opnås et finansieringsystem rettet mod al risikabel finansiering i landbruget.

Såvel risikovillige landbrugsobligationer som jordforpagtning kræver, at lovgivningen ændres. Med hensyn til risikovillige landbrugsobligationer er dette ikke tilstrækkeligt. Der må skabes sikkerhed for, at økonomien i et landbrugsinstitut ikke udhules af, at der se-

nere ad politisk vej genindføres nye subsidierede ejerskiftefinansieringsordninger rettet mod landbruget. Det foreslås at lade Nationalbanken forestå tegning af aktier i et landbrugsinstitut. Realkreditinstitutter og banker indbydes til at tegne aktier i instituttet. Endvidere indbydes institutionelle investorer og landbruget til at tegne i begrænset omfang.

Etablering af et landbrugsinstitut indebærer som en sidegevinst, at deltagerne i instituttet får lejlighed til at høste erfaring med et risikabelt gældsmarked på et sikkert og afgrænset område. Dette kan vise sig at være en uvurderlig sidegevinst. Den produktionsmæssige tyngde i dansk økonomi ligger i de mindre og mellemstore handels-, service-, håndværks- og industrivirksomheder. Sådanne virksomheder har ligesom landbruget ikke adgang til risikovillige gælds- og aktiemarkeder. Samtidig er deres adgang til realkreditmarkedet mere restriktiv end landbrugets. Har disse virksomheder som landbruget et generationsskifteproblem? Det paradoksale er, at vi har meget mere belæg for at udtale os om landbrugsbedrifterne end om kernen af virksomheder i dansk økonomi. I debatten fokuseres på iværksættere, high-tech virksomheder, innovative virksomheder, højvækstvirksomheder etc. Vi ved sørgeligt lidt om mindre og mellemstore danske virksomheders finansiering med risikovillig kapital. Vi har som i landbruget ingen garanti for, at markeds kræfter vil føre til dannelsen af hensigtsmæssige finansielle markeder til at betjene disse virksomheder. Vi kan derimod være sikre på, at ikke markedsbaserede YJ-lignende ordninger vil føre til et ressourcespild. Et alternativ her til er med baggrund i indhøstede erfaringer fra et landbrugsinstitut at fremme risikovillige gældsmarkeder på et kommercielt grundlag. Måtte dette bidrage til større jordbundethed og viden på dette område.

Noter

- * Papiret har været præsenteret ved Center for Analytical Finance, Aarhus samt Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet. Forfatteren takker for de modtagne kommentarer. Endvidere takkes regnskabskonsulent Børge Skrivers.
1. Alle beregninger er udført i 1997, hvor renteniveauet var 2-3% point højere end i dag.
 2. Kreditforeningerne har ofte stået i dette dilemma og har op gennem 70'erne og 80'erne ofte valgt at holde situationen flydende ved at ansætte den hidtidige ejer som bestyrer af gården.
 3. Her er et par historiske eksempler til illustration af problemstillingen. Allerede godsejeren under stavnsbåndet måtte erkende, at overvågning ikke var en effektiv mekanisme til at løse delegeringsproblemet. Der er heller ikke mange eksempler på, at en landbrugsbedrift er blevet drevet af en ekstern bestyrer samtidig med, at ejeren boede et andet sted. Hvis endelig ejeren ville bo et andet sted og ikke selv drive sit landbrug, lod han bestyreren drive bedriften for egen regning og risiko via en forpagtningsaftale.

Litteratur

- Copeland/Weston. *Financial Theory and Corporate Policy*. Third Edition. Addison-Wesley. 1988
- Danmarks Statistik. *Landbrugsstatistik 1995*.
- Danmarks Statistik. *Statistisk tiårsoversigt 1995*.
- De danske Landboforeninger. *Muligheder for forbedring af landbrugsfinansieringen*. Axelborg. 1995.
- Eghøj, Fisker og Karstoft. *Finansiering i landbruget*. Landhusholdningsselskabets Forlag. 1987.
- Finansministeriet. *Finanslov for finansåret 1996*. 1995.
- Jensen, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. Reprinted in *The Modern Theory of Corporate Finance*. Edited by Clifford W. Smith jr., McGraw-Hill International Editions. 1990.

- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3. 1976.
- Landbrugs- og Fiskeriministeriet. *Rapport fra Arbejdsgruppen vedrørende yngre jordbrugerordningen*. 1994.
- Landbrugs- og Fiskeriministeriet. *Jordbrug og fiskeri 1995 - årlig rapport*. 1996.
- Landbrugets Rådgivningscenter. *Nye Ejerformer (finansiering med egenkapital)*. 1989.
- Landbrugets Rådgivningscenter. *Notat om nye ejerformer i landbruget*. 2. udgave 1989.
- Landbrugsministeriet. *Betænkning nr. 1152. Delrapport 2 fra udvalget vedrørende struktur, finansiering og ejerforhold i landbruget*. 1988.
- Landbrugsministeriet. *Betænkning nr. 1186. Delrapport 3 fra udvalget vedrørende struktur, finansiering og ejerforhold i landbruget*. 1989.
- Leland, Hayne E. and Pyle, David H. *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*. The Journal of Finance. Vol. XXXII, No. 2, 1977.
- Mayers, D. *Non-Marketable Assets and the Capital Market Equilibrium under Uncertainty*. In Jensen, ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*. Praeger, New York, 1972.
- Myers, S. C. and Majluf, N. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics. 1984.
- Raaballe, Johannes. *Realinvestering og leasing*. WP 1989-7. Institut for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet.
- Skovsager, Kent. *Finansiering af landbrugsvirksomheder*. Semesteropgave ved Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet. 1996.
- Statens Jordbrugsøkonomiske Institut. *Struktur og kriseordninger på landbrugsområdet*. Undersøgelse udført for landbrugsministeriet. Rapport nr. 42. 1988.
- Stiglitz and Weiss. *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. The American Economic Review. Vol. 71, no. 3. 1981.