

FINANSIERING FOR EJERLEDERE

En håndbog til finansiering
for ejerledede virksomheder

Af Kasper Meisner Nielsen



CENTER FOR EJERLEDEDE VIRKSOMHEDER

INDUSTRIENS FOND

CBS



DEPARTMENT OF ACCOUNTING
COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

Indhold

Om Ejerlederen	3
Executive Summary	4
Hvorfor er finansiering vigtigt for ejerledere?	6
Finansieringskilder	10
Lån eller egenkapital?	13
Finansieringsomkostninger	19
Lån, leje eller leasing?	28
Hvordan er de ejerledede virksomheder finansieret?	32
Adgang til finansiering	45
Gode råd om finansiering	51

Om Ejerlederen

Ejerlede virksomheder udgør godt 80% af dansk erhvervsliv og yder derfor et helt centralt bidrag til værdiskabelsen i det danske samfund. Og det er noget ganske særligt at være ejerleder. Ingen anden leder er så nært knyttet til virksomheden eller så levende optaget af at sikre virksomhedens langsigtede trivsel.

Denne rapport er udarbejdet som led i projektet Ejerlederen. Projektets formål er at styrke ejerskab og ledelse i danske ejerlede virksomheder med henblik på at sikre værdiskabelse og konkurrenceevne. I projektet sætter vi fokus på blandt andet ejerskifte, ledelsesrapportering, strategi, investering og som i denne rapport: finansiering i ejerlede virksomheder.

Projektet Ejerlederen er finansieret af Industriens Fond og CBS. Et centralt omdrejningspunkt i projektet er sitet www.ejerlederen.dk – her finder du data, viden og ikke mindst ledelsesværktøjer, som kan bruges i hverdagen, hvad enten det er bedre drift, vækst eller måske ejerskifte, du har i tankerne. Det er Center for Ejerlede Virksomheder, der står bag projektet Ejerlederen. Vi forsker i danske ejerlede virksomheder og deres ledelse, og vi har altid praktisk anvendelighed for øje.

Vores mål er at bidrage til stærkere ledelse og øget værdiskabelse i virksomhederne. På Center for Ejerlede Virksomheder arbejder vi sammen med alle organisationer og virksomheder, der deler vores mål om at styrke ledelse og værdiskabelse i danske ejerlede virksomheder – for ejerlederen, virksomheden og samfundet.

Executive Summary

Temaet i denne rapport er finansiering, et emne, der sjældent nævnes eller diskuteres i forbindelse med ejerledede virksomheder, men som ikke desto mindre har afgørende betydning for de ejerledede virksomheders evne til drive virksomhed, vokse og modstå økonomiske udfordringer.

Finansiering kan være kompliceret stof både i teori og i praksis, og ofte er formidlingen målrettet store børsnoterede virksomheder. Udgangspunktet for denne rapport er at formidle finansielle problemstillinger og give gode råd om finansiering til små og mellemstore ejerledede virksomheder.

Hovedkonklusionen i rapporten er, at ejerledede virksomheder primært er finansieret ved geninvestering af virksomhedens overskud, og at mange virksomheder med fordel kunne øge lånefinansieringen. Det gælder specielt de mange ejerledede virksomheder, der har et betydelig overskud på bundlinjen.

Lånefinansiering kan give de ejerledede virksomheder mulighed for at vokse hurtigere og skabe større overskud gennem nedbringelse af selskabsskatten. Lånefinansiering vil desuden frigive egenkapital, som gør det muligt for ejerlederen at sprede sin privatøkonomiske risiko ved at investere i aktier, ejendomme eller obligationer. Fordelene ved lånefinansiering skal dog afvejes i forhold til ulemperne, idet lånefinansiering gør virksomheden mere sårbar, hvis den fremtidige indtjening svigter. Det er derfor vigtigt at forholde sig til, hvor sårbar virksomheden er, hvis indtjeningen svigter.

En anden vigtig overvejelse med hensyn til finansiering er, hvor længe der er behov for finansiering. Lånefinansiering er midlertidig, mens egenkapitalfinansiering er permanent. Hvis virksomheden anvender lånefinansiering, skal den enten betale lånet tilbage eller

optage et nyt lån til afløsning af det gamle. Når lån skal fornyes, er virksomheden eksponeret til refinansieringsrisiko – en risiko, der opstår, fordi det ikke er sikkert, at nye lån kan optages på samme vilkår som eksisterende lån.

Som hovedregel skal virksomheder forsøge at sikre, at der er balance mellem investeringernes økonomiske levetid og gældens løbetid. Langsigtede investeringer skal finansieres med lån med længere løbetid end kortsigtede investeringer. Endelig anbefales det at sprede lånefinansieringen over flere lån, således at det kun er en del af virksomhedens samlede lån, der skal fornyes på et givent tidspunkt.

I forbindelse med projektet Ejerlederen har Center for Ejerlede Virksomheder lanceret temaet 'Finansiering' på sitet www.ejerlederen.dk, hvor vi har samlet nyttig viden og gode råd til ejerlederes arbejde med finansiering. Vi håber, at denne viden kan inspirere dig som ejerleder til at være på forkant med virksomhedens finansielle behov. Det måske allerbedste argument for at prioritere arbejdet med finansiering er, at de finansielle omkostninger ellers vil være betydeligt større, når behovet for finansieringen er afgørende for virksomhedens overlevelse.

Hvorfor er finansiering vigtigt for ejerledere?

Center for Ejerledede Virksomheder (CEV) har siden 2014 arbejdet med at skabe ny forskningsbaseret viden, der i praksis kan anvendes til at styrke ejerskab og ledelse i danske ejerledede virksomheder. Temaerne for den forskningsbaserede viden er inspireret af vores mangeårige interaktioner med ejerledere, rådgivere og økosystemet omkring ejerledede virksomheder.

Temaet i denne rapport er finansiering, et emne, der sjældent nævnes eller diskuteres, men som ikke desto mindre har afgørende betydning for de ejerledede virksomheders evne til drive virksomhed, vokse og modstå økonomiske vanskeligheder. Vores tidligere forskning viser, at mange ejerledere har et ensidigt fokus på virksomhedens drift, hvilket medfører en manglende prioritering af planlægning, strategi og finansiering. I forlængelse heraf er det relevant at understrege, hvorfor finansiering er vigtigt for ejerledere.

En virksomheds aktiviteter kan opdeles i beslutninger vedrørende drift og investeringer og i beslutninger vedrørende finansiering. Investering og drift handler om at identificere, udvikle og producere de produkter og services, som virksomheden tilbyder, og få dem solgt. Finansiering handler om at sikre, at der er tilstrækkelig med kapital til at gennemføre investeringerne og tilstrækkelig med likviditet til at sikre virksomhedens drift.

De fleste virksomheder starter med en idé, der fører til en række beslutninger og udfordringer på både drifts- og investeringssiden. Det skaber et behov for finansiering. Fordi finansieringsbehovet i den tidlige fase er et resultat af drifts- og investeringsbeslutninger, skabes der en arbejdsgang, hvor der først tages stilling til virksomhedens finansiering, når behovet for kapital opstår. Det er en arbejdsgang, der hurtigt kan blive indarbejdet som en rutine, hvor ejerlederens fokus er på drift og investeringer, og hvor finansielle forhold fylder relativt lidt.

En af de vigtigste indsigter fra de seneste årtiers forskning i finansiering af ejerledede virksomheder er, at det er afgørende for virksomhedens overlevelse at være opdateret på finansieringsbehov og likviditet. Det er betydeligt mere omkostningsfuldt at opnå finansiering, når virksomheden er i krise, eller når økonomiske og/eller finansielle kriser begrænser adgangen til risikovillig kapital. I værste fald kan det være stort set umuligt at opnå finansiering på vilkår, der ikke begrænser virksomhedens drift og investeringer.

Vi skal ikke ret langt tilbage i tid, før eksemplerne på konsekvenserne af manglende fokus på finansiering står i kø.

Finanskrisen trak lange skygger ind over små og mellemstore virksomheder, da bankernes lempelige kreditgivning i midten af nullerne fik en brat afslutning. Virksomheder med kassekredit og lån med kort løbetid mærkede for alvor konsekvenserne af ændringen i bankernes risikovillighed. Især virksomheder, som ikke havde fulgt anbefalingen om at sikre balance mellem investeringernes økonomiske levetid og gældens løbetid, var udsatte. Ubalancen opstår, når man bruger gæld med kort tilbagebetalingstid til at finansiere langsigtede investeringer, der først giver afkast efter en årrække. Virksomheder med en sådan ubalance er eksponeret for risiko i forbindelse med refinansiering af gæld (dvs. optagelse af nye lån til at afløse dem, der udløber). For mange af disse virksomheder var udgangen på finanskrisen ulykkelig.

I marts 2020 blev store dele af økonomien uden forvarsel lukket ned som følge af de sundhedspolitiske tiltag imod COVID-19. Virksomheder uden kapitalberedskab kom i løbet af få uger ud i et økonomisk stormvejr, som kun få kunne have forudset. Selvom pandemien ikke var forventet, så kunne nogle af følgevirkningerne have været mindsket, hvis virksomhederne på forhånd havde analyseret deres kapitalberedskab og likviditet. Kapitalberedskabet skal udover at dække likviditetsbehovet fra virksomhedens drift også sikre virksomheden mod uforudsete begivenheder. Hvis al indtjening stopper, hvor længe

kan virksomheden da holdes kørende? Det var derfor foruroligende, at der allerede ved udgangen af marts og april 2020 blev udsendt nødsignaler fra mange små og mellemstore virksomheder om, at deres likviditet var presset til det yderste. Uden regeringens hjælpepakker og beslutningen om at udskyde indbetalingen af skat og moms var mange virksomheder utvivlsomt blev offer for den likviditetskrise, som nedlukningen af økonomien medførte.

Et sidste eksempel på, hvorfor finansiering er vigtigt, kommer fra landbruget, hvor mange landmænd i nullerne blev fristet til at optage lån i schweizerfranc. Ideen bag omlægningen af lån til schweizerfranc var, at renten på schweizerfranc var lavere end renten på lån i danske kroner eller euro. Landmændene kunne dermed reducere deres finansielle omkostninger væsentligt. Det lød næsten for godt til at være sandt. Og med i købet kom da også en valutakursrisiko, som i januar 2015 udviklede sig til et mareridt. I januar 2015 besluttede den schweiziske centralbank at fjerne kursloftet på schweizerfranc, hvorefter kursen steg med 38%. Gæld i schweizerfranc svarende til 10 millioner kr. steg over natten til en gæld svarende til 13,8 millioner kr. Med indtægter og udgifter fra drift i danske kroner og finansielle omkostninger til renter og afdrag i schweizerfranc var der for mange bedrifter ingen anden udvej end at overlade nøglerne til banken.

De tre eksempler understreger vigtigheden af løbende at have overblik over virksomhedens finansieringsbehov og likviditet. Når først krisen rammer, så er det oftest for sent. Det skyldes, at finansielle omkostninger både afspejler virksomhedens nuværende forhold og den generelle økonomiske udvikling. Når krisen først har ramt, så er risikoen steget, hvilket gør det dyrere at dække likviditetsbehov. Overblik over finansieringsbehov og likviditet er desuden en forsikring mod uforudsete begivenheder, fordi det mindsker virksomhedens behov for kapital og likviditet i krisetider, hvor de finansielle omkostninger er høje.

For at styrke ejerlederens viden om finansiering har vi i samarbejde med ejerledere og et netværk for bestyrelsesmedlemmer, der rådgiver ejerledere, udarbejdet Finansieringsguiden. Finansieringsguiden er et værktøj, som giver en introduktion til finansiering og gennemgår fordele og ulemper ved forskellige finansieringskilder. Det er vores ambition og håb, at Finansieringsguiden gør det nemmere at overskue finansielle valg, som kan medvirke til at styrke ejerledede virksomheders kapitalberedskab. Finansieringsguiden lanceres under temaet 'Finansiering' på www.ejerlederen.dk i forbindelse med publiceringen af denne rapport.

De følgende afsnit vil give et overblik over en række af de centrale finansielle valg, som den typiske ejerledede virksomhed møder. Vi starter med en gennemgang af finansieringskilder og deres fordele og ulemper, som naturligt fører til spørgsmålet om, hvilken finansieringskilde man skal vælge. Vi gennemgår de finansielle omkostninger og viser gennem eksempler, hvordan lånefinansiering påvirker ejerlederens afkast. I de følgende afsnit afdækkes desuden, hvordan ejerledede virksomheder i Danmark er finansieret, samt deres adgang til finansiering. Rapporten afrundes med en række gode råd om finansiering.

God læselyst.

Finansieringskilder

En virksomheds investeringer kaldes for aktiver. For at investere i aktiver skal en virksomhed rejse finansiering fra en af to kilder. Den kan enten rejse finansiering i form af et lån fra en finansiell institution, f.eks. en bank. Lånet udbetales til virksomheden, som til gengæld forpligter sig til at betale renter og afdrag. Denne type finansiering kaldes lånefinansiering og giver den finansielle institution begrænset indflydelse på virksomhedens drift. Alternativt kan virksomheden rejse egenkapital ved at sælge aktier, som giver køberen ret til en andel af virksomhedens overskud og indflydelse på virksomhedens ledelse. Denne type finansiering kaldes egenkapital.

I den typiske ejerledede virksomhed udgøres lånefinansiering af banklån, mens egenkapitalfinansiering enten udgøres af virksomhedens overskud eller af indskud af ejerlederens private formue. Egenkapital kan derudover som ovenfor nævnt indhentes fra nye investorer gennem salg af aktier.

De primære forskelle mellem lån- og egenkapitalfinansiering er opsummeret i Tabel 1.

Tabel 1 - Forskelle mellem lån og egenkapital

Finansieringskilde	Karakteristika
Lån	Forudbestemte renteudgifter og afdrag Begrænset indflydelse på virksomhedens ledelse og drift Begrænset løbetid Renteudgifter er fradragsberettigede i selskabsskatten
Egenkapital	Andel i virksomhedens overskud Indflydelse på virksomhedens ledelse og drift Uendelig løbetid

Tabel 1 viser tre væsentlige forskelle mellem de to finansieringskilder. For det første adskiller lån sig fra egenkapital ved at være baseret på en kontrakt, der fastsætter rente, afdrag og løbetid. Renten på lånet udgør afkastet til långiveren, såfremt lånet betales tilbage ved udløb. Afkastet til egenkapital afhænger derimod af virksomhedens overskud, efter at virksomheden har afholdt driftsudgifter og betalt renter og afdrag på lån. Ejere får kun et afkast på deres investering i egenkapital, hvis virksomheden har overholdt sine forpligtelser og betalt renter og afdrag til långiverne. Egenkapital i en given virksomhed er derfor altid mere risikofyldt end lån i den samme virksomhed, idet virksomheden altid skal betale renter og afdrag på lån, før den kan udbetale overskud til egenkapital.

Den anden forskel er, at lån ikke giver indflydelse på virksomhedens drift, så længe virksomheden overholder sin forpligtelse og betaler renter og afdrag som aftalt. Egenkapital giver derimod ejerskab over virksomheden og dermed indflydelse på virksomhedens ledelse og drift. Den faktiske indflydelse afhænger af, hvem der ejer egenkapitalen.

I to ud af tre ejerledede virksomheder er der kun én ejer, som dermed har fuld indflydelse på ledelse og drift. I en ud af tre ejerledede virksomheder er der to eller flere ejere. Hvor meget indflydelse den enkelte ejer har, afhænger af, om der er en kontrollerende ejer, som ejer 50% eller mere af egenkapitalen, eller om der skal dannes koalitioner af ejere, som tilsammen ejer mere end 50% af egenkapitalen.

Den tredje forskel er, at lånefinansiering er midlertidig, mens egenkapitalfinansiering er permanent. Lån skal tilbagebetales ved udløb, enten ved hjælp af opsparret overskud eller ved at optage et nyt lån til afløsning for det, der udløber. Den begrænsede løbetid betyder, at virksomheden er eksponeret for refinansieringsrisiko. En risiko, der opstår, fordi det ikke er sikkert, at nye lån kan optages på samme vilkår som eksisterende lån.

Som afrunding på introduktionen til finansieringskilder og deres karakteristika er det værd at bemærke, at den typiske virksomhed anvender en kombination af finansieringskilder. Det er derfor vigtigt at forstå, hvornår en virksomhed med fordel kan anvende henholdsvis lån og egenkapital som finansieringskilder. Valget mellem lån og egenkapital er netop temaet for næste afsnit.

Lån eller egenkapital?

Valget mellem lån og egenkapital kan være kompliceret stof. Formålet med dette afsnit er på en let forståelig måde at give et indblik i fordele og ulemper ved henholdsvis lån og egenkapital.

Når en virksomhed vælger mellem låne- eller egenkapitalfinansiering, så handler det om at minimere de finansielle omkostninger under hensyntagen til virksomhedens likviditet og risiko for at gå konkurs.

Vi starter med de finansielle omkostninger. Den finansielle omkostning ved et lån er bestemt af den rente, der skal betales til långiver. Renten kompenserer långiveren for den risiko, der er for, at virksomheden ikke kan betale lånet tilbage. Den finansielle omkostning ved egenkapital er det, økonomer kalder en 'alternativomkostning', dvs. at omkostningen udgøres af det afkast, man alternativt kunne opnå, hvis man investerer i et andet aktiv med samme risiko (f.eks. en aktie). Egenkapital er derfor ikke gratis, da omkostningen består i den tabte mulighed for at opnå et afkast ved at investere i et andet aktiv.

Egenkapital har for en given virksomhed altid højere finansielle omkostninger end lånefinansiering, fordi egenkapital har større risiko end lånefinansiering. Det skyldes, at virksomheden er forpligtet til at betale rente og afdrag på lån, før den kan udbetale afkast (f.eks. udbytte af overskud) til ejerne af egenkapitalen.

Anvendelse af lånekapital påvirker samtidig alternativomkostningerne for egenkapital, idet gæld gør afkastet til egenkapital mere risikofyldt. Når virksomhedens skal betale renter og afdrag på lån, så forstærkes effekten af udsving i virksomhedens fremdige indtjening på afkast til egenkapital. Effekten kan illustreres ved et numerisk eksempel.

Eksemplet tager udgangspunkt i en virksomhed, hvor indtjeningen næste år enten vil være 500 kr., 1.000 kr. eller 2.000 kr. Hvis ejerlederen har investeret 10.000 kr. i virksomheden, så vil det forventede afkast til ejerlederen være hhv. 5%, 10% eller 20% afhængigt af virksomhedens indtjening næste år (se Tabel 2).

Afkastet på egenkapital afhænger altså af virksomhedens fremtidige indtjening, og variationen i afkastet fra 5% til 20% illustrerer den risiko, som ejerne er eksponeret for gennem deres ejerskab.

Tabel 2 - Afkast på egenkapital uden lånefinansiering

Indtjening næste år	Investeret egenkapital	Afkast på egenkapital
500 kr.	10.000 kr.	5%
1.000 kr.	10.000 kr.	10%
2.000 kr.	10.000 kr.	20%

Hvis virksomheden anvender lånefinansiering, påvirkes afkastet på den investerede egenkapital.

Antag, at virksomheden i eksemplet ovenfor i stedet havde finansieret aktiviteterne med en kombination af lån og egenkapital, f.eks. et lån på 5.000 kr. med en rente på 10% og 5.000 kr. i egenkapital. Med lånefinansiering skal virksomheden næste år betale en rente på 500 kr. ($= 10\% \cdot 5.000 \text{ kr.}$), inden den kan udbetale afkast til ejerlederen.

Hvis virksomhedens indtjening er 500 kr., så er der efter rentebetalingen 0 kr. tilbage i indtjening, der kan udbetales som afkast til ejerlederen. Det svarer til et afkast på 0% på

den investerede egenkapital på 5.000 kr. Tilsvarende får ejerlederen et afkast på 10% og 30%, hvis den fremtidige indtjening er på hhv. 1.000 kr. og 2.000 kr. (se Tabel 3).

Tabel 3 - Afkast på egenkapital med lånefinansiering

Indtjening næste år	Rente	Indtjening efter rentebetaling	Investeret egenkapital	Afkast på egenkapital
500 kr.	500 kr.	0 kr.	5.000 kr.	0%
1.000 kr.	500 kr.	500 kr.	5.000 kr.	10%
2.000 kr.	500 kr.	1.500 kr.	5.000 kr.	30%

Afkastet på egenkapital afhænger stadig af virksomhedens fremtidige indtjening, men fordi virksomheden nu har et lån, så er variationen i afkast på 0-30%. Ændringen i variationen i afkast på egenkapital illustrerer, at egenkapitalens risiko er steget.

Generelt gælder det, at når virksomheden har anvendt lånefinansiering, så øges effekten af udsving i virksomhedens fremtidige indtjening på afkastet til egenkapital. I eksemplet ovenfor medførte variation i virksomhedens fremtidige indtjening at:

- Afkastet på den investerede egenkapital varierede mellem 5% og 20%, når virksomheden ikke havde anvendt lånefinansiering.
- Afkastet på den investerede egenkapital varierede mellem 0% og 30%, når virksomheden anvendte lånefinansiering.

Variation i afkastet på egenkapitalen udtrykker den risiko, der er forbundet med at være ejer. Når virksomheden anvender lånefinansiering, stiger risikoen som illustreret i eksemplet ovenfor.

Da lånefinansiering er mindre risikofyldt og dermed har lavere finansieringsomkostninger end egenkapital, giver det anledning til at overveje, om lånefinansiering er at foretrække frem for egenkapital. Her er grundreglen, at selvom renten på lånefinansiering for en virksomhed altid er lavere end alternativomkostningen for egenkapital, så betyder det ikke, at virksomheden bør foretrække lånefinansiering. Forskellen i de finansielle omkostninger skyldes alene forskelle i risiko. Det højere afkast på egenkapital er kompensation for højere risiko og gør hverken lånefinansiering mere eller mindre attraktivt.

Den primære grund til, at lånefinansiering er attraktivt for virksomheder, er, at renteudgifterne kan trækkes fra på årsopgørelsen. En virksomhed kan derfor bruge lånefinansiering til at nedbringe selskabsskatten, som p.t. udgør 22% af virksomhedens overskud.

Hvis en virksomhed f.eks. betaler 5% i rente på et banklån, så betyder fradragsrettigheden, at den finansielle omkostning efter skat er 3,9% ($= 5\% \times (100\% - 22\%)$). Det vil sige, at for hver 100 kr., som virksomheden låner, betaler den reelt kun 3,90 kr. i rente efter skat. Banken modtager godt nok 5 kr. i rente pr. 100 kr., men fordi renteudgiften på 5 kr. kan fratrækkes på årsopgørelsen, så sænkes selskabsskatten samtidig med 1,10 kr. (22% af 5 kr.), hvorfor den samlede omkostning for virksomheden lander på 3,90 kr., svarende til 3,9%.

Ulempen ved at anvende lånefinansiering er, at det forstærker effekten af økonomiske problemer. Hvis virksomhedens indtjening falder, øges de finansielle problemer, når virksomheden er finansieret med et lån, hvilket i værste fald kan føre til, at virksomheden går konkurs.

Endelig er det værd at huske på, at lån har begrænset løbetid, mens egenkapital har uendelig løbetid. Den begrænsede løbetid på lån er en fordel, hvis virksomheden over tid bliver mere værd. Det skyldes, at den finansielle omkostning på egenkapital afhænger af

den værdi, der skabes i fremtiden. Den begrænsede løbetid på lån skaber også udfordringer, idet lånefinansiering af virksomhedens investeringer og drift er midlertidig. Hvis ikke virksomheden kan tilbagebetale lånet ved udløb, er der behov for ny finansiering (f.eks. nyt lån). Der er således en risiko for, at virksomheden enten ikke kan optage et nyt lån eller ikke kan optage et nyt lån til samme rente. Denne risiko er specielt udtalt, hvis der er behov for ny finansiering, når der er nedgang i den økonomiske aktivitet. Risikoen kan minimeres, hvis virksomheden søger for, at der er balance mellem investeringernes økonomiske levetid og gældens løbetid. Risikoen kan også mindskes ved at optage flere lån, således at det kun er en del af virksomhedens samlede lån, der udløber på et givet tidspunkt.

Fem vigtige pointer vedrørende valg mellem lån og egenkapital:

1. De finansielle omkostninger ved låne- og egenkapitalfinansiering afhænger af risikoen. Lånets risiko bestemmer renten, mens risikoen for egenkapital bestemmer alternativomkostningen.
2. Lånefinansiering skaber værdi for virksomheden, fordi renteudgifter kan fratrækkes på årsopgørelsen, hvilket sænker de samlede finansielle omkostninger.
3. Lånefinansiering tillader virksomheden at vokse hurtigere, men gør samtidig virksomheden mere sårbar, hvis den fremtidige indtjening svigter.
4. Lån øger risikoen for egenkapital, fordi renter og afdrag skal betales, før virksomheden kan udbetalte overskud til ejerne.
5. Lånefinansiering er vanskelig for små og mellemstore virksomheder, når der er nedgang i den økonomiske aktivitet. Det skyldes, at banker prioriterer store kunder, når der er mindre risikovillig kapital til rådighed.

I praksis betyder ovenstående, at valget mellem lån og egenkapital afhænger af virksomhedens situation.

- Opstartsvirksomheder uden indtjening er primært finansieret med egenkapital, fordi virksomheden ikke drager fordel af at anvende lånefinansiering.
- Virksomheder med stabil indtjening kan anvende mere lånefinansiering, fordi virksomheden er mindre sårbar over for ændringer i den økonomiske udvikling.
- Lånefinansiering øger virksomhedens sårbarhed over for ændringer i den økonomiske udvikling. Overvej derfor, om virksomhedens drift er robust nok til at kunne betale renter og afdrag på et banklån, også i mindre gode år.
- Lånefinansiering er fordelagtig for virksomheder med overskud på bundlinjen gennem en årrække. Lån skaber værdi, fordi det nedbringer selskabsskatten, og samtidig frigør det kapital, der kan investeres eller udbetales til virksomhedens ejere.
- Lån er midlertidig finansiering, som med fordel kan anvendes hvis virksomheden forventes at blive mere værd i fremtiden.

Endelig er der to gode råd vedrørende lånefinansiering, som sikrer, at risikoen i forbindelse med fornyelse af lån mindskes:

- Skab balance mellem investeringernes økonomiske levetid og gældens løbetid. Langsigtede investeringer skal finansieres med lån med længere løbetid end kortsigtede investeringer.
- Spred lånefinansieringen over flere lån, således at det kun er en del af virksomhedens samlede lån, der skal fornyes på et givent tidspunkt.

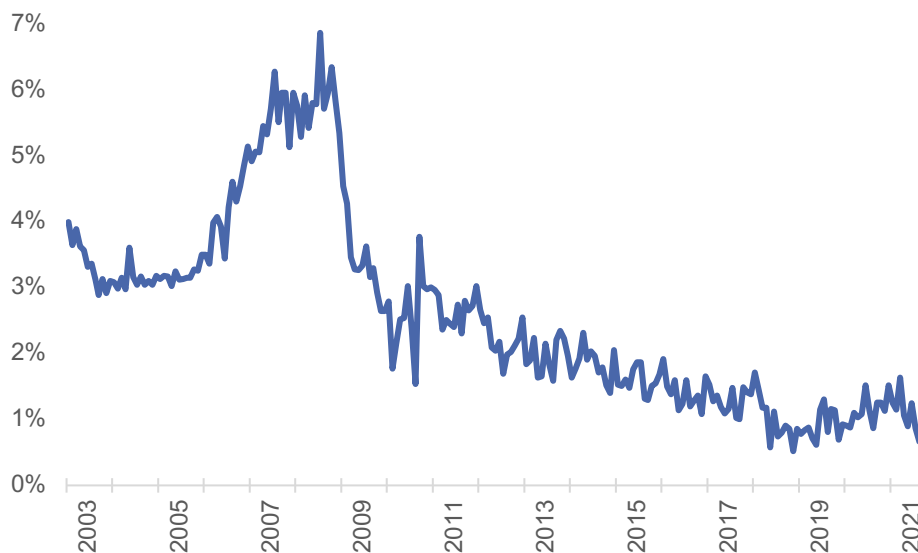
Finansieringsomkostninger

Dette afsnit giver et overblik over de finansielle omkostninger for lån og egenkapital.

Den økonomiske udvikling har over de sidste 20 år medført faldende renter. Store dele af perioden har været kendetegnet ved økonomisk vækst, afbrudt af finanskrisen og COVID-19-pandemien.

Renten på erhvervslån har fulgt denne udvikling som illustreret i Figur 1. I perioden fra 2003 til 2021 er renten på erhvervslån faldet fra 4% til 1%, men med store udsving undervejs. I perioden op til finanskrisen og i finanskrisens første fase steg renten på erhvervslån fra 3% til 7%, indtil centralbankerne i 1. halvår af 2009 ændrede renten. En lignende, men mindre ændring kan ses i første fase af COVID-19-pandemien i 2020, hvor renten steg fra 0,9% til 1,5%, hvorefter centralbankerne igen sænkede renten.

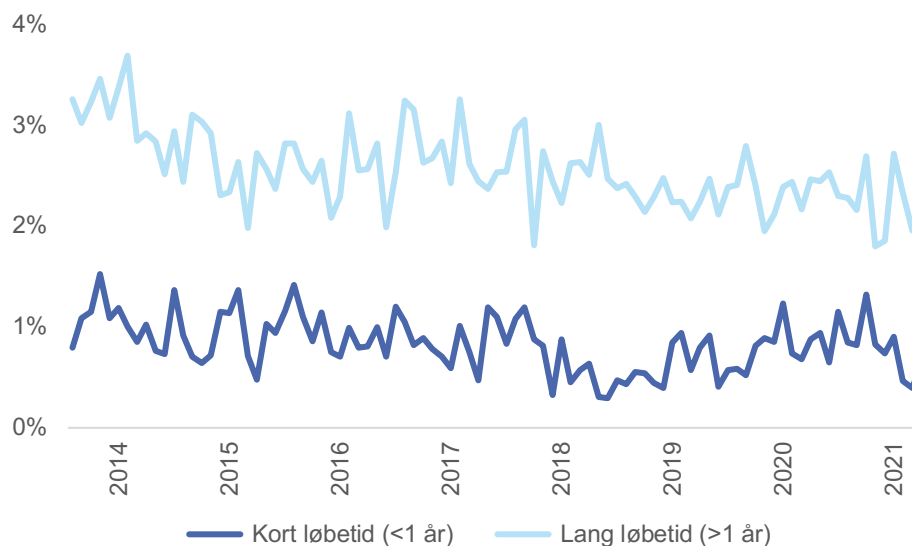
Figur 1 – Renten på erhvervslån, 2003-2021



Renten på erhvervslån i Figur 1 er indhentet fra Nationalbankens Statistikbank og er et vægtet gennemsnit af bankernes udlånsrente på erhvervslån til ikke-finansielle selskaber. Renten på erhvervslån afhænger af virksomhedens kreditrisiko og lånets løbetid.

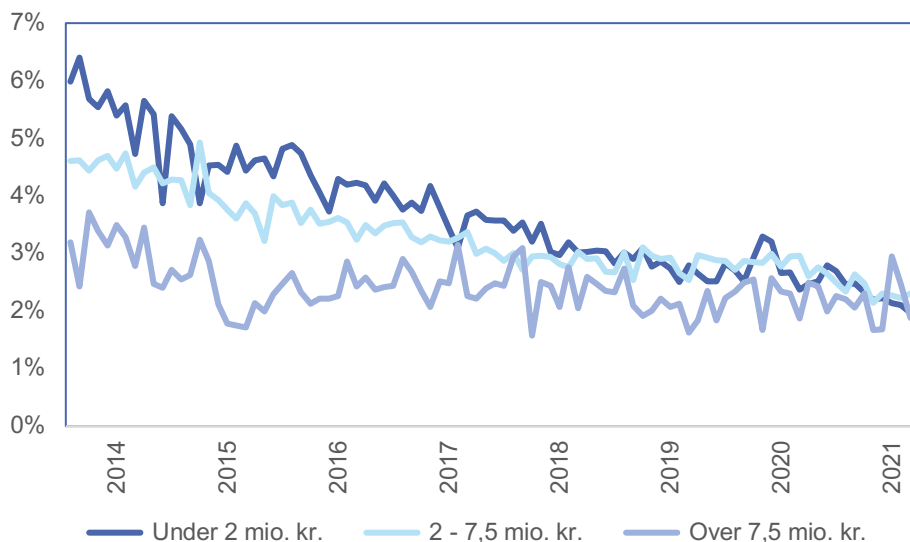
Lån med kort løbetid, dvs. lån som skal tilbagebetales inden for et år, har typisk en lavere rente end lån med lang løbetid. Figur 2 viser, at den gennemsnitlige rente på erhvervslån med kort løbetid er cirka halvt så stor som den gennemsnitlige rente på erhvervslån med lang løbetid. Igen skal det understreges, at renten udtrykker forskelle i kreditrisiko, og at forskellen i renteniveauet derfor både skyldes, at kreditrisikoen stiger med lånets løbetid, og at der kan være forskel i kreditrisikoen for de virksomheder, der anvender de to låntyper.

Figur 2 – Renten på erhvervslån fordelt på løbetid, 2014-2021



Mindre virksomheder har ofte større kreditrisiko og opnår derfor ofte ikke samme vilkår på banklån som større virksomheder. Størrelsen på et erhvervslån er en god indikator for virksomhedens størrelse og kreditrisiko. Figur 3 viser forskellen i renten på erhvervslån på under 2 mio. kr., 2-7,5 mio. kr. og over 7,5 mio. kr. for perioden 2014 til 2021. Alle lån i Figur 3 har en løbetid på over 1 år.

Figur 3 – Renten på erhvervslån fordelt på størrelse af lån, 2014-2021



Figur 3 viser en betydelig forskel i renten på erhvervslån. Mindre lån har i stort set hele perioden en rente, som er højere end på større lån. I 2014 var renten på et lån under 2 mio. kr. på mellem 5% og 6%, mens den tilsvarende rente på lån over 7,5 mio. kr. var mellem 2,5% og 3,5%. Igen er det værd at understøtte, at renteforskellene afspejler forskelle i kreditrisiko, idet større lån typiske gives til virksomheder, som har lavere risiko.

På nuværende tidspunkt vil de finansielle omkostninger på et banklån ligge i intervallet mellem 1% og 4% afhængigt af kreditrisikoen.

Den finansielle omkostning for egenkapitalfinansiering er, som nævnt tidligere, det, som økonomer kalder en alternativomkostning, dvs. omkostningen udgøres af det afkast, man alternativt kunne opnå, hvis man investerer i et andet aktiv med samme risiko (f.eks. en aktie). De finansielle omkostninger for egenkapital påvirkes desuden af graden af lånefinansiering.

På de kommende sider forklares det, hvordan man bestemmer alternativomkostningerne. Derefter forklares det, hvordan lånefinansiering påvirker den finansielle omkostning for egenkapital.

Alternativomkostningerne afhænger af forventninger til afkast på aktiemarkedet. Generelt vil forventningerne til afkastet på aktiemarkedet i en dansk kontekst være den risikofri rente plus en risikopræmie på 5%. Den risikofri rente er i en dansk kontekst fastsat af Nationalbanken og kan måles ved renten på en 30-årig statsobligation, som i skrivende stund er på omkring 0% (efterår 2021). Risikopræmien på aktiemarkedet kan måles ved det historiske merafkast i forhold til den risikofri rente og har over de seneste 100 år i gennemsnit været på omkring 5%.

Tabel 4 viser alternativomkostningerne for egenkapital som funktion af virksomhedens risiko varierende fra *meget lav* til *meget høj*. Det forventede afkast (alternativomkostningen) er udregnet som den risikofri rente plus risikopræmien, som er en funktion af risikoen. Når risikoen er meget lav, er risikopræmien 2,5%, mens risikopræmien er 10% for virksomheder med meget høj risiko. Risikopræmien udtrykker det merafkast, som en investor opnår som kompensation for den højere risiko.

Tabel 4 – Alternativomkostninger for egenkapital

Risiko	Risikofri rente	Risikopræmie	Forventet afkast
Meget lav	0%	2,5%	2,5%
Lav	0%	3,75%	3,75%
Middel	0%	5,0%	5,0%
Høj	0%	7,5%	7,5%
Meget høj	0%	10,0%	10,0%

Udgangspunktet i Tabel 4 er den nuværende risikofri rente på 0%. Hvis man derimod forestiller sig, at Nationalbanken hæver den risikofri rente til 2%, så vil det forventede afkast stige med 2% for alle virksomheder uafhængigt af risikoen.

Tabel 5 illustrerer alternativomkostningen for egenkapital ved en risikofri rente på 2%. For virksomheder med lav risiko stiger det forventede afkast på egenkapital til 4,5%, mens det stiger til 12% for virksomheder med meget høj risiko.

Tabel 5 – Alternativomkostning for egenkapital ved risikofri rente på 2%

Risiko	Risikofri rente	Risikopræmie	Forventet afkast
Meget lav	2%	2,5%	4,5%
Lav	2%	3,75%	5,75%
Middel	2%	5,0%	7,0%
Høj	2%	7,5%	9,5%
Meget høj	2%	10,0%	12,0%

Kompensationen for graden af lånefinansiering skyldes, at risikoen for egenkapitalen stiger, når virksomheden optager lån som illustreret i eksemplet i Tabel 2 og 3. Det forventede afkast på egenkapital skal derfor justeres i forhold til graden af lånefinansiering.

Justeringen foretages ved hjælp af en formel, som udtrykker det forventede afkast på egenkapital som funktion af det forventede afkast uden lånefinansiering plus kompensation for den ekstra finansielle risiko, som lånefinansieringen tilføjer.

$$\text{Afkast med lån} = \text{Afkast uden lån} + \text{kompensation for finansiell risiko}$$

Og hvor kompensationen for finansiell risiko er givet ved:

$$\text{Kompensation} = (\text{Afkast uden lån} - \text{rente}) \times \frac{\text{Graden af lånefinansiering}}{\text{Graden af egenkapitalfinansiering}}$$

I eksemplet fra Tabel 2 og 3 så vi, hvordan det forventede afkast på egenkapital steg fra 20% til 30% efter lånefinansiering, når den fremtidige indkomst var 2.000 kr. Ved hjælp af ovenstående formler kunne vi i eksemplet udregne effekten på det forventede afkast på egenkapital:

$$\text{Afkast med lån} = 20\% + (20\% - 10\%) \times \frac{50\%}{50\%} = 30\%$$

I eksemplet var det forventede afkast uden lån på 20%, renten på 10%, graden af lånefinansiering på 50% (lån på 5.000 kr. ud af 10.000 kr.), og graden af egenkapitalfinansiering på 50% (egenkapital på 5.000 kr. ud af 10.000 kr.), hvilket giver et forventet afkast på egenkapital med lån på 30%. Præcist som vist i Tabel 3.

På samme måde kan vi i Tabel 6 udregne effekten af lånefinansiering på det forventede afkast på egenkapital i Tabel 4.

Tabel 6 – Finansielle omkostninger på lån og egenkapital

Risiko	Lån	Forventet afkast til egenkapital afhængigt af graden af lånefinansiering		
	Rente	Ingen	25%	50%
Meget lav	1,0%	2,50%	3,00%	4,00%
Lav	1,5%	3,75%	4,50%	6,00%
Middel	2,0%	5,00%	6,00%	8,00%
Høj	2,5%	7,50%	9,17%	12,50%
Meget høj	3,0%	10,00%	12,33%	17,00%

Som illustreret i Figur 2 og 3 vil renten på et lån afhænge af virksomhedens kreditrisiko. Virksomheder med meget lav risiko vil kunne låne til en lavere rente (f.eks. 1%) end virksomheder med en meget høj risiko (f.eks. 3%).

Når virksomheden ikke anvender lånefinansiering, så er det forventede afkast på egenkapital lig det forventede afkast vist i Tabel 4. Med lånefinansiering stiger det forventede afkast til egenkapital som i eksemplet ovenfor, fordi lånefinansiering påfører egenkapital en finansiell risiko.

Hvis virksomheden anvender 25% lånefinansiering (dvs. graden af lånefinansiering er 25% og graden af egenkapitalfinansiering er 75%), så viser Tabel 6, hvor meget det forventede afkast på egenkapital stiger. For virksomheder med meget lav risiko stiger det forventede afkast fra 2,5% til 3%.

Igen er ændringen udregnet ved brug af de ovenstående formler:

$$\text{Afkast med lån} = 2,5\% + (2,5\% - 1\%) \times \frac{25\%}{75\%} = 3\%$$

Tilsvarende kan man udregne det forventede afkast på egenkapital, hvis graden af lånefinansiering for samme virksomhed stiger til 50%:

$$\text{Afkast med lån} = 2,5\% + (2,5\% - 1\%) \times \frac{50\%}{50\%} = 4\%$$

Et nærmere kig på Tabel 6 giver anledning til at overveje, om virksomhedens finansielle omkostninger kan minimeres ved at vælge en bestemt grad af gældsfinansiering. Her er en vigtig pointe fra det forgående afsnit, at de samlede finansielle omkostninger er uafhængige af virksomhedens anvendelse af lånefinansiering.

De samlede finansielle omkostninger udgøres af de finansielle omkostninger til lån og egenkapital. Hvis virksomheden med middel risiko i Tabel 6 ikke anvender lånefinansiering, udgøres de samlede finansielle omkostninger af det forventede afkast på egenkapital, som i Tabel 6 er lig 5%.

Hvis virksomheden i stedet anvender 50% lånefinansiering og 50% egenkapitalfinansiering, så er renten på 2%, og det forventede afkast på egenkapital på 8%. Det vil sige, at de samlede finansielle omkostninger er lig $50\% \times 2\% + 50\% \times 8\% = 5\%$.

Med andre ord, så bliver stigningen i det forventede afkast på egenkapital modvirket af, at virksomheden anvender mere lånefinansiering, som har lavere omkostning, således at de samlede finansielle omkostninger ikke påvirkes af graden af lånefinansiering. Lånefinansiering påvirker alene fordelingen af afkast mellem kreditorer og ejere.

Som afrunding på afsnittet på de finansielle omkostninger, er det værd at erindre, at vi igennem de seneste 10 år har befundet os i et økonomisk scenarie med lave renter. De finansielle omkostninger for lån og egenkapital er dermed historisk lave. Erhvervslån kan optages til en rente mellem 1% og 4%, mens egenkapital har en alternativ omkostning på mellem 2,5% og 10%.

Hvis Nationalbanken hæver renten, vil de finansielle omkostninger for både lån og egenkapital blive påvirket en-til-en. Ved en rentestigning på 1% vil erhvervslån kunne optages til en rente mellem 2% og 5%, mens egenkapital vil have en alternativomkostning på mellem 3,5% og 11%.

Forskellen mellem de finansielle omkostninger på lån og egenkapital skyldes alene forskelle i risiko og gør det hverken mere eller mindre fordelagtigt at anvende den ene finansieringskilde frem for den anden.

Hovedargumentet for at anvende lånefinansiering er, at renteudgifterne kan trækkes fra, hvorved selskabskatten mindskes. Desuden giver lånefinansiering mulighed for, at virksomheden kan vokse hurtigere. Ulempen ved lånefinansiering er, at det gør virksomheden mere sårbar over for ændringer i virksomhedens indtjening. Lånefinansiering øger samtidig den finansielle risiko for egenkapital og dermed den finansielle omkostning.

Lån, leje eller leasing?

Lånefinansiering kommer i mange former. Traditionelt var banklån den primære form for lånefinansiering. Et banklån har en rente, som bestemmes af virksomhedens kreditrisiko, dvs. bankens vurdering af, hvor stor risikoen er, for at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet. Banklån giver virksomheder flere fordele. For det første er banklån fleksible og kan anvendes til at låne forholdsvist små beløb, som løbende kan justeres i takt med virksomhedens behov. En kassekredit er således et eksempel på en type af banklån, hvor virksomheden kan låne op til et fastsat beløb, når behovet opstår. For det andet giver banklån anledning til, at virksomheden deler information om virksomhedens forhold med banken, som banken kan bruge til at fastsætte en rente, som afspejler virksomhedens risiko.

Leje eller leasing er et alternativ til de traditionelle banklån, hvor virksomheden låner penge i banken til at købe et aktiv, f.eks. en ejendom eller et køretøj. I stedet for at købe ejendommen eller køretøjet, kan virksomheden leje ejendommen fra et ejendomsfirma eller lease køretøjet fra et leasingfirma. I begge tilfælde indgår virksomheden en kontrakt, der giver virksomheden ret til at anvende aktivet mod at betale en månedlig leje eller leasingafgift i en given periode. Ejendommen ejes af ejendomsselskabet, og køretøjet ejes af leasingfirmaet, som dermed finansierer virksomhedens anvendelse af aktivet. Ejendoms- og leasingfirmaet udfylder dermed rollen som finansieringskilde for virksomhedens anvendelse af aktivet.

Et naturligt spørgsmål i forlængelse af indsigten i, at leje og leasing er et alternativt til banklån, er, hvornår det kan betale sig at leje eller lease et aktiv frem for at eje det. Fordele og ulemper ved leje og leasing opsummeres i Tabel 7.

Tabel 7 - Fordele ved leje og leasing frem for banklån

Fleksibilitet	Lejekontrakter kan indeholde en option, som giver mulighed for at opsigte aftalen, hvis virksomhedens behov ændres. Leasing kan indeholde en option om at udskifte aktivet eller opgradere aktivet i løbet af leasingkontrakten, hvilket giver virksomheden fleksibilitet til løbende at kunne tilpasse aktiver til virksomhedens drift og udvikling.
Service	Lejekontrakten specificerer, hvem der vedligeholder aktivet. Leasingaftaler indeholder ofte service. Serviceydelserne kan med fordel varetages af et leasingfirma, som har ekspertise i at servicere aktivet.
Skat	Beskatning af virksomheder afhænger af virksomhedens overskud. Afskrivninger på aktiver giver virksomheden mulighed for at reducere selskabsskatten, såfremt virksomheden har et overskud på driften. Den samlede skattebetaling kan dermed reduceres, hvis aktiver ejes af virksomheder med overskud og leases til nystartede virksomheder, der i etableringsfasen typisk har underskud.

Når man sammenligner omkostningerne ved en leje- eller leasingkontrakt af et aktiv med omkostninger ved lånefinansiering af et aktiv, er det værd at huske på, at omkostningerne ved en leje- eller leasingkontrakt dækker både de finansielle omkostninger (dvs. den rente, der betales til leasingfirmaet for, at de finansierer virksomhedens anvendelse af aktivet) og afskrivninger på aktivets værdi (dvs. den værdi, som aktiver taber i løbet af leasingkontrakten). Et banklån indeholder kun finansielle omkostninger (dvs. renten på banklånet), men ikke afskrivninger på aktivets værdi.

Denne forskel er størst ved leasing, fordi aktivet typiske taber værdi over tid modsat fast ejendom, som typisk holder sin værdi over tid. Det er derfor vigtigt at sammenligne de totale omkostninger ved et banklån med omkostningerne ved en leasingkontrakt. Forskellen mellem lån og leasing kan illustreres med et eksempel. En virksomhed har behov for en ny varevogn og vurderer fordele og ulemper ved at indgå en leasingaftale.

Virksomheden kan købe en ny varevogn til 250.000 kr. og finansiere købet med et banklån med en rente på 4%. Alternativt kan virksomheden lease varevognen på en treårige aftale med en engangsomkostning på 20.000 kr. og en månedlig betaling på 4.000 kr.

Den samlede omkostning ved at finansiere købet af varevognen med et banklån afhænger af, hvad varevognen kan sælges for om tre år. Den samlede omkostning ved lånefinansieringen er rentebetalingerne på 10.000 kr. om året i tre år (30.000 kr.) plus det realiserede værditab, når varevognen sælges efter tre år. Den samlede omkostning ved leasing kan udregnes som $20.000 \text{ kr.} + 36 \times 4.000 \text{ kr.} = 164.000 \text{ kr.}$

Med andre ord er det fordelagtigt at lease, hvis varevognens forventede værditab om tre år er større end 134.000 kr.¹

En vigtig pointe i forhold til eksemplet ovenfor er, at den vigtigste forskel mellem lån og leasing er, hvem der tager risikoen i forbindelse med udviklingen i aktivets værdi. I eksemplet ovenfor er det virksomheden, der tager risikoen forbundet med udviklingen i varevognens værdi, når man lånefinansierer. Omvendt er det ved leasing, leasingselskabet, der tager risikoen for udviklingen i aktivets værdi. Leasingkontrakten og prisen på leasing vil derfor afspejle den forventede udvikling i aktivets værdi. Den finansielle omkostning ved en leasingkontrakt vil derfor på papiret være højere end renten på et tilsvarende banklån.

¹ I ovenstående eksempel er der ikke taget højde for diskontering, dvs. at penge i dag er mere værd end penge i morgen. Hvis man foretager diskontering, så vil leasing blive fordelagtigt ved et værditab, som er lidt større end 134.000 kr. Det skyldes, at værditabet realiseres i år 3, hvor effekten af diskontering er størst.

Forskellen afspejler, at leasingselskaber løber en risiko, når de ejer aktivet, som leases til virksomheden.

I praksis vil leasingselskabet ofte forsøge at dele risikoen forbundet med aktivets værdi med kunden ved at indføre en klausul i leasingkontrakten, som gør leasingomkostningen afhængig af aktivets værdi. I eksemplet med varevognen kunne leasingselskabet tilbyde en kontrakt med et maksimum antal kilometer, frem for fri kilometer. Når leasingafgifter afhænger af antallet af kørte kilometer, har leasingselskabet sikret sig en højere kompensation, hvis varevognen er mere brugt, og dermed faldet mere i værdi end forventet.

Et andet vigtigt forhold, der er værd at huske på, er, at leasingkontrakten løber i en fastsat periode, og at aktivets værdi typisk falder over tid. Der er således stor forskel på at betale en given leasingafgift for et nyt aktiv og betale den samme leasingafgift for et ældre aktiv. Det kræver derfor helt specielle argumenter, før det er attraktivt for en virksomhed at indgå en leasingkontrakt med lang løbetid, idet en længere kontrakt bliver mindre fordelagtig over tid, samtidig med at den mindsker virksomhedens fleksibilitet, som er et af hovedargumenterne for at vælge leasing (se Tabel 7).

Som afrunding er det værd at understøtte, at valget mellem lån, leje og leasing afhænger af den situation, virksomheden befinder sig i, og hvor meget vægt man lægger på at undgå risici forbundet med udviklingen i værdien af aktiver som f.eks. ejendomme, køretøjer og inventar. Endelig er der den væsentlige pointe, at når virksomheden ikke ejer sine aktiver, så mindskes finansieringsbehovet, hvilket kan gøre det nemmere for virksomheden at vokse. Det er specielt attraktivt i brancher, som f.eks. detailhandel, hotel og restauration, hvor indtjeningen fra driften gør det muligt at dække udgifter til leje og leasingkontrakter, når virksomheden ekspanderer.

Hvordan er de ejerledede virksomheder finansieret?

Dette afsnit giver et overblik over, hvordan de ejerledede virksomheder i Danmark er finansieret. Vi har taget udgangspunkt i regnskabstal fra virksomhedernes indberetninger til Erhvervsstyrelsen, som dækker alle danske aktie- og anpartsselskaber i perioden 1995 til 2019. Foruden en række stamoplysninger indeholder årsregnskabet finansielle oplysninger (en opgørelse med årets resultat og en balance ved regnskabsårets afslutning) samt informationer om virksomhedens ledelse, herunder både direktion og bestyrelse. Endelig skal årsregnskabet indeholde en liste over alle aktionærer, som besidder mere end 5 pct. af aktiekapitalen.

Med udgangspunkt i dette omfattende datasæt, har vi i lighed med vores tidligere rapporter identificeret de ejerledede virksomheder i Danmark. For aktie- og anpartsselskaber er det muligt at klassificere ejerskabet ved at identificere de ultimative ejere af hver virksomhed. Dette gøres ved at 'rulle' ejerskabet gennem holdingselskaber og lignende konstruktioner tilbage, indtil vi har identificeret de bagvedliggende ejere. Identifikationen af de ultimative ejere har desuden det formål, at vi undgår dobbelttælling af holdingselskaber og virksomheder med forgrenede koncernstrukturer. Datterselskaber og holdingselskaber, der er indskudt som mellemlid af selskabstekniske årsager, er derfor ikke medtaget i analysen.

På baggrund af det ultimative ejerskab, klassificeres virksomhederne som værende ejerledede, hvis de har en kontrollerende ejer, der besidder mere end 50 pct. af aktiekapitalen og samtidig er direktør for virksomheden.

For de ejerledede virksomheder har vi analyseret deres finansieringskilder. Lån består af banklån og realkreditlån, mens egenkapital er opdelt i indskud og overskud. Indskud udgøres af virksomhedens selskabskapital, mens overskud er den del af virksomhedens

årlige overskud, der over tid er geninvesteret i virksomheden, dvs. den andel, som ikke er blevet udloddet til ejerne som udbytte.

Tabel 8 - Finansieringskilder

Lån	Banklån	Lån i bank med fast løbetid.
	Realkreditlån	Lån i realkreditinstitut til finansiering af fast ejendom.
Egenkapital	Indskud	Indskud af egenkapital ved stiftelse af virksomheder, evt. forhøjet i forbindelse med indskud fra nye investorer eller eksisterende ejere.
	Overskud	Den del af virksomhedens overskud, som geninvesteres i virksomheden. Overskuddet akkumuleres over tid, således at "overskud" er summen af de årlige overskud, som er geninvesteret i virksomheden.

Foruden finansieringskilderne i Tabel 8, så kan virksomhederne som alternativ til lån lease deres aktiver. Det er desværre ikke muligt ud fra virksomhedernes regnskaber at give et fyldestgørende overblik over, hvor mange virksomheder, der har valgt at lease aktiver fremfor at finansiere et køb af aktivet med lån eller egenkapital.

Tabel 9 viser, hvordan ejerledede virksomheder er finansieret fordelt på virksomhedens alder. I store træk er de ejerledede virksomheder finansieret med 35% lånefinansiering og 65% egenkapitalfinansiering, hvoraf 16% udgøres af ejernes oprindelige indskud, mens 49% er akkumulerede overskud, som er blevet geninvesteret i virksomheden. Den typiske ejerledede virksomhed er med andre ord overvejende selvfinansierende, idet den primære finansieringskilde er overskud fra virksomhedens drift. Tabel 9 viser samtidig, at denne

tendens bliver stærkere, når virksomhederne bliver ældre: Nystartede virksomheder anvender mere lånekapital end ældre virksomheder.

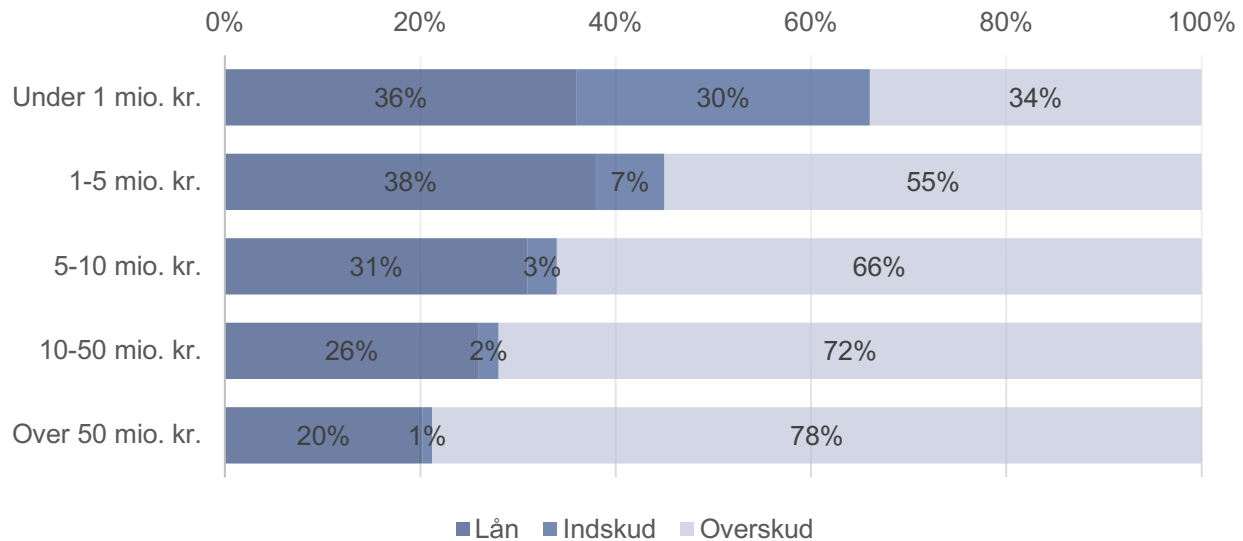
Tabel 9 - Finansieringskilder fordelt på virksomhedens alder

Virksomhedens alder	Lån	Egenkapital		
		Indskud	Overskud	I alt
3 år eller under	46%	20%	33%	53%
4-10 år	36%	18%	44%	62%
11-25 år	33%	16%	49%	65%
Over 25 år	14%	8%	78%	86%
Alle	35%	16%	49%	65%

Figur 4 viser anvendelsen af finansieringskilder fordelt på virksomhedens størrelse. Virksomhedens størrelse måles ved den bogførte værdi af virksomhedens aktiver. De meget små virksomheder med under 1 mio. kr. i aktiver anvender stort set lige meget kapital fra hver af de tre kilder. Lånefinansiering udgør 36%, indskudt egenkapital udgør 30% og overskud, der geninvesteres i virksomheden, udgør 34%.

Figur 4 viser endvidere, at i takt med at virksomhedens aktiver vokser, falder graden af lånefinansiering. For store virksomheder med mere end 50 mio. kr. i aktiver, er kun 20% finansieret med lånekapital. Samtidig falder andelen af den samlede finansiering, der udgøres af indskudt egenkapital til blot 1%, mens geninvesteret overskud udgør hele 78% af den samlede finansiering. Det er samtidig i øjenfaldende, at disse ændringer i anvendelsen af finansieringskilder sker gradvist, i takt med at virksomhedens størrelse vokser.

Figur 4 - Finansieringskilder fordelt på virksomhedens størrelse målt ved aktiver



I afsnittet om valget mellem lån og egenkapital var en af de bærende pointer, at virksomheder med et stort driftsoverskud med fordel kan anvende lånefinansiering for at nedbringe selskabsskatten. Selskabsskatten på 22% betales ud af årets resultat, som er virksomhedens resultat før finansielle omkostninger minus finansielle omkostninger (f.eks. renter) og ekstraordinære poster. Fordelen ved at anvende lånefinansiering er derfor afhængig af virksomhedens evne til at generere overskud fra driften.

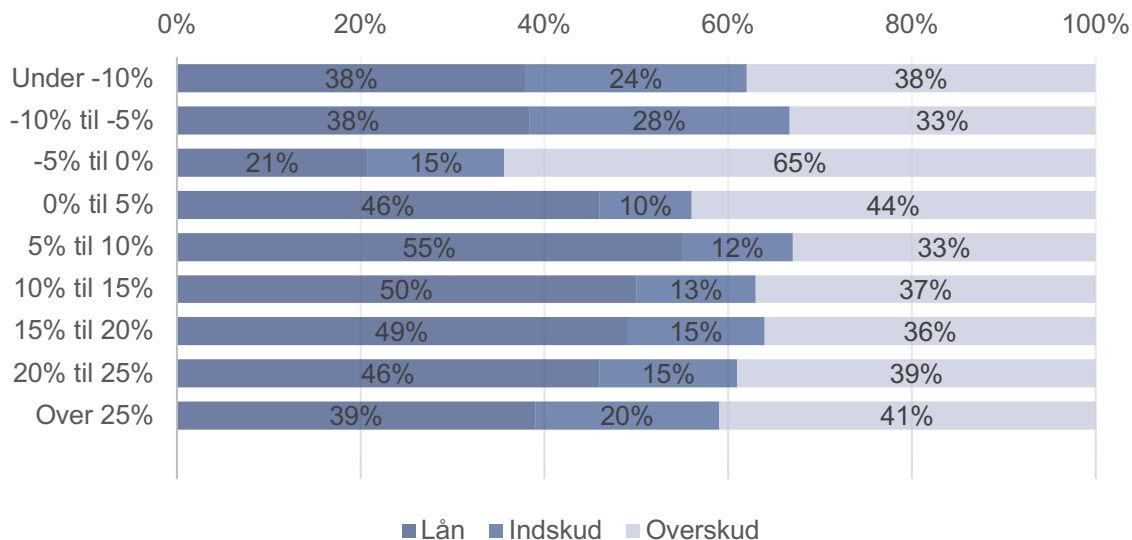
Figur 5 giver et indblik i sammenhængen mellem finansieringskilder og driftsoverskud. Virksomhedens driftsoverskud måles ved overskudsgraden inden finansielle omkostninger, der er defineret som virksomhedens resultat før finansielle omkostninger.

Hvis de ejerledede virksomheder er gode til at optimere deres finansielle omkostninger, forventer vi, at:

1. Graden af lånefinansiering er betydeligt større for virksomheder med et positivt driftsoverskud end for virksomheder med et negativt driftsoverskud.
2. Graden af lånefinansiering stiger med virksomhedens driftsoverskud for de virksomheder, der har et positivt driftsoverskud.

Den første effekt skyldes, at gevinsten ved at anvende lånefinansiering er betinget af, at virksomheden har driftsoverskud og dermed skal betale selskabsskat. Den anden effekt skyldes, at den samlede gevinst ved at anvende lånefinansiering stiger, når driftsoverskuddet stiger.

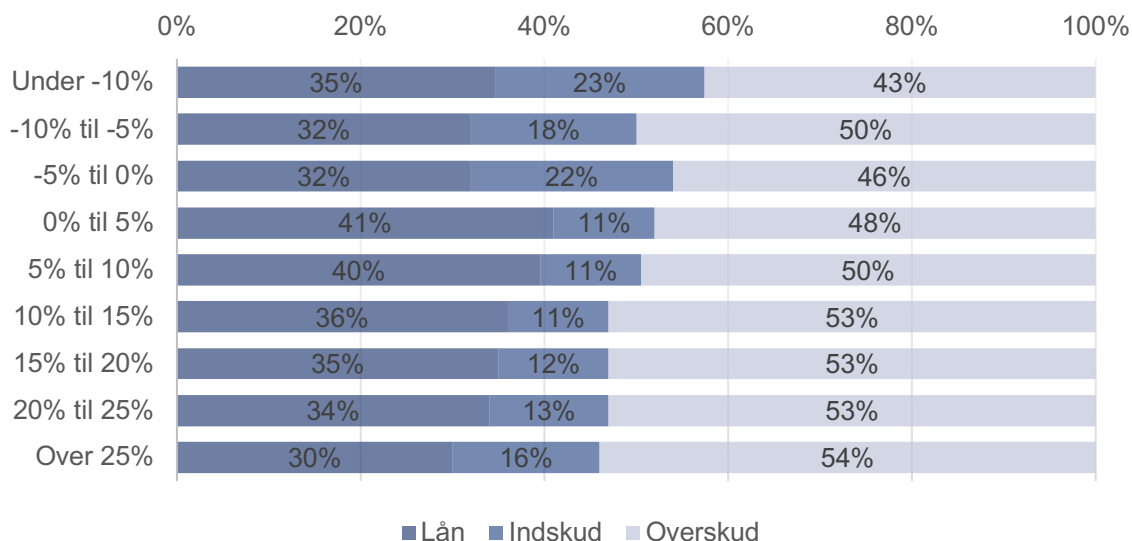
Figur 5 - Finansieringskilder fordelt på driftsoverskud



Figur 5 viser, at graden af lånefinansiering er større for virksomheder med et positivt driftsoverskud end for virksomheder med et negativt driftsoverskud. Andelen stiger fra 21% for virksomheder med et lille negativt driftsoverskud (-5% til 0%) til 46% for virksomheder med et lille positivt resultat. Med andre ord opfylder de ejerledede virksomheder den første af de to forventede effekter, som er opstillet på forrige side. Figur 5 viser samtidig, at graden af lånefinansiering for virksomheder med et positivt driftsresultat er stigende og derefter faldende. For virksomheder med meget store overskud udgør graden af lånefinansiering 39%, mens det for virksomheder med et positivt driftsoverskud udgør 55% svarende til mellem 5% og 10% af virksomhedens aktiver. Der er således en tendens til, at ejerledede virksomheder med store driftsoverskud ikke anvender tilstrækkeligt med lånefinansiering.

Den begrænsede anvendelse af lånefinansiering blandt virksomheder med store overskud fremgår af Figur 6, som viser sammenhængen mellem finansieringskilder og overskudsgraden, som måles efter finansielle omkostninger. Overskudsgraden er virksomhedens resultat før ekstraordinære poster i forhold til aktiver udregnet som virksomhedens driftsoverskud (dvs. resultat før finansielle omkostninger) minus finansielle omkostninger (f.eks. renter). Hvis de ejerledede virksomheder har en konservativ politik med hensyn til anvendelse af lånekapital, så vil der være en tendens til, at virksomheder med høj overskudsgrad anvender relativt lidt lånekapital.

Figur 6 - Finansieringskilder fordelt på overskudsgrad

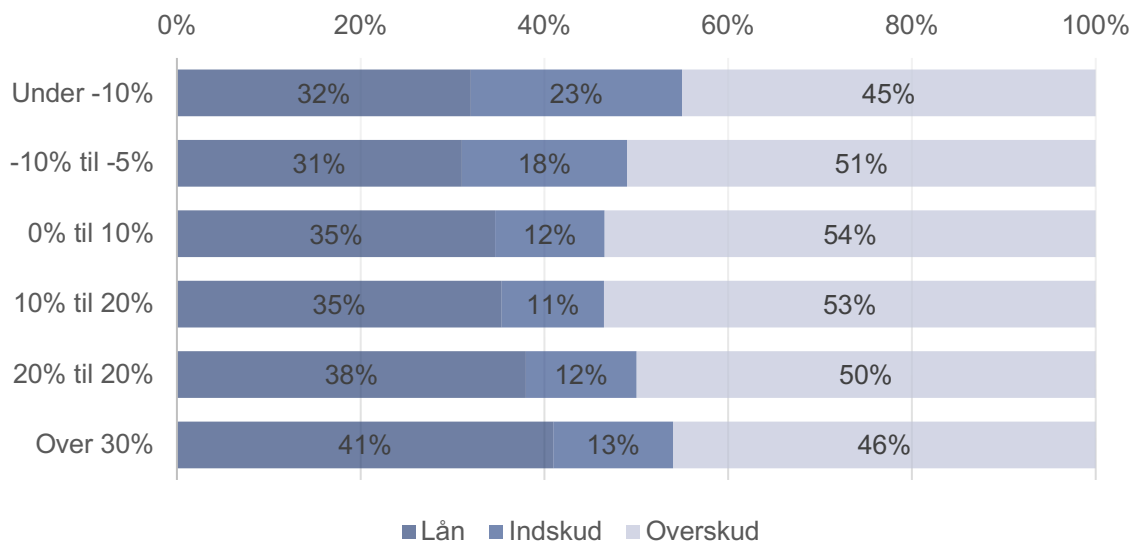


Figur 6 viser, at de virksomheder, der har en lav, men positiv overskudsgrad, også er dem, der anvender mest lånekapital. Andelen falder, i takt med at overskudsgraden stiger, hvilket er en klar indikation på, at mange ejerledede virksomheder er konservative, når det gælder anvendelse af lån som finansieringskilde. Hvis virksomhederne fulgte anbefalingerne fra afsnittet om valget mellem lån og egenkapital, så ville de anvende mere lånefinansiering til at nedbringe virksomhedens selskabsskat og skabe værdi for ejerlederen.

En anden vigtig pointe er som bekræftet ovenfor, at lånefinansiering giver virksomheden mulighed for at vokse. Vi forventer derfor, at der er en sammenhæng mellem graden af lånefinansiering og virksomhedens vækstrate. Vi måler virksomhedens vækstrate ved den

procentuelle ændring i den bogførte værdi af virksomhedens aktiver og sammenholder den med virksomhedens finansieringskilder i Figur 7.

Figur 7 - Finansieringskilder fordelt på vækst



Virksomheder med negativ eller ingen vækst anvender mindre lånekapital end virksomheder med positive vækstrater. Graden af lånefinansiering stiger således fra 31% for virksomheder med negativ vækst til 41% for virksomheder med høj vækst. Lånefinansiering giver således virksomhederne adgang til finansiering, der understøtter virksomhedens vækst. Figur 7 viser samtidig, at det primært er virksomheder med negativ vækst, som anvender en høj grad af indskudt egenkapital til at finansiere virksomhedens drift.

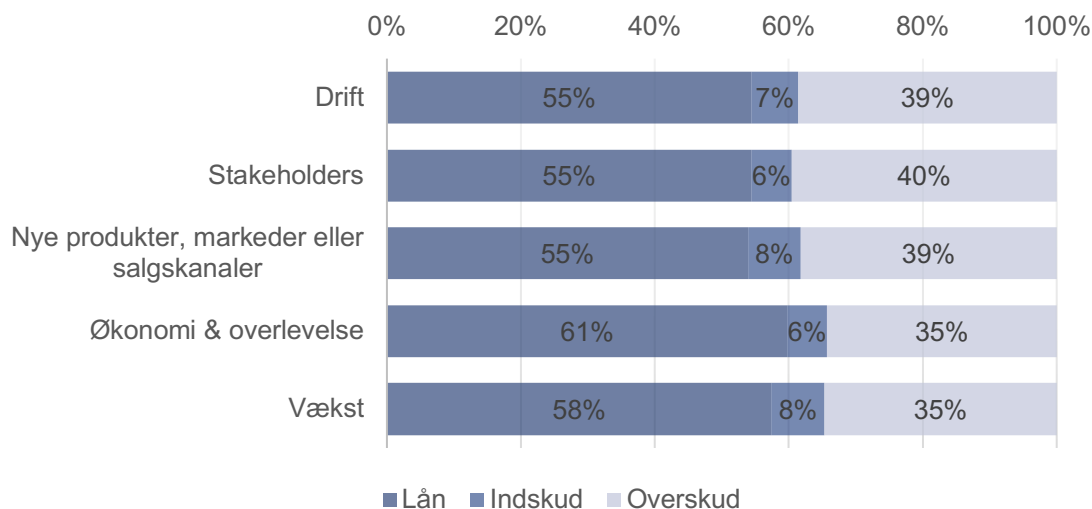
Foruden kortlægningen af, om de ejerledede virksomheder følger anbefalingerne fra afsnittet om valg mellem lån og egenkapital, som er baseret på de sidste 50 års forskning inden for finansiering, så er det interessant at undersøge, om virksomhedernes finansielle beslutninger afhænger af ejerlederens fokus. For at belyse disse forhold tager vi udgangspunkt i en spørgeskemaundersøgelse, som Center for Ejerledede Virksomheder gennemførte i efteråret 2020 i forbindelse med temaet om strategi og planlægning (se mere om temaet på www.ejerlederen.dk/strategi).

I efteråret 2020 kontaktede vi 19.502 ejerledere med den ambition at indsamle den til dato mest fyldestgørende og strukturerede information omkring danske ejerlederes arbejde med at formulere målsætninger og strategi. Vi begyndte med alle aktie- og anpartsselskaber i Danmark og identificerede ejerlederen i virksomheder med mere end fem ansatte, som har angivet en e-mailadresse i virksomhedens stamoplysninger. Undersøgelsen bygger således kun på svar fra ejerledere i små og mellemstore aktie- eller anpartsselskaber og ikke fra f.eks. personligt ejede virksomheder. Undersøgelsen blev foretaget i september 2020 og indeholdt besvarelserne fra 1.570 ejerledere. Inden vi kigger nærmere på anvendelsen af finansieringskilder, er det værd at erindre, at respondentgruppen består af virksomheder med 5 til 250 ansatte, der har en tendens til at anvende mere lånefinansiering end mindre ejerledede virksomheder med få ansatte. Graden af lånefinansiering er derfor højere end det generelle niveau for en ejerledet virksomhed.

I de nedenstående figurer har vi koblet virksomhedernes bevarelse omkring fokus og graden af strategisk planlægning med deres anvendelse af finansieringskilder. Vi starter med virksomhedens fokus, idet vores forskning tidligere har påvist, at mange ejerledere er optaget af driften og dermed forsømmer mulighederne for at videreudvikle deres virksomhed.

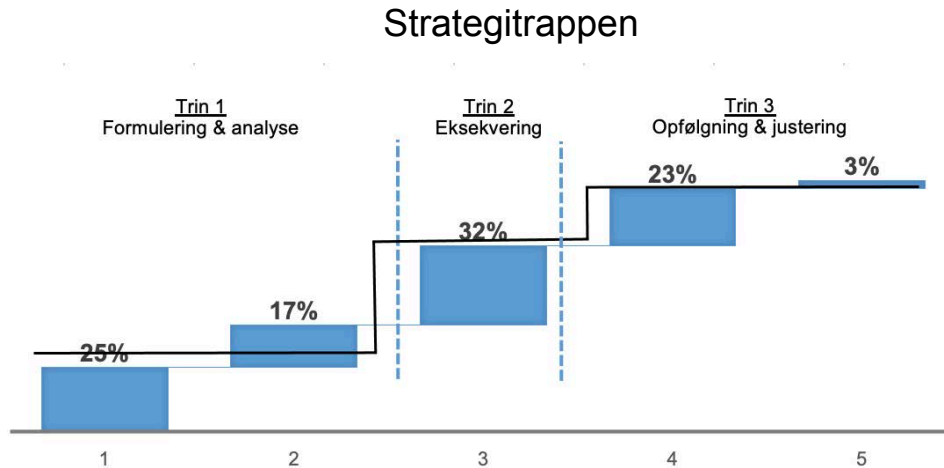
Figur 8 viser, at det netop er de ejerledere, der fokuserer på driften, som anvender mindst lånefinansiering, mens ejerledere, der har fokus på økonomi og vækst, er dem, der anvender mest lånefinansiering.

Figur 8, Finansieringskilder fordelt på virksomhedens fokus



Som afslutning på kortlægningen af, hvordan ejerledede virksomheder er finansieret, sammenholder vi virksomhedens arbejde med strategi og planlægning med dens anvendelse af finansieringskilder. I kortlægningen af de ejerledede virksomheders arbejde med strategi og planlægning udviklede Center for Ejerledede Virksomheden *Strategitrappen*, som indplacerer de ejerledede virksomheder på tre trin med fem underlæggende grupper, der udtrykker progressionen i en virksomheds arbejde med strategi og planlægning som illustreret i Figur 9.

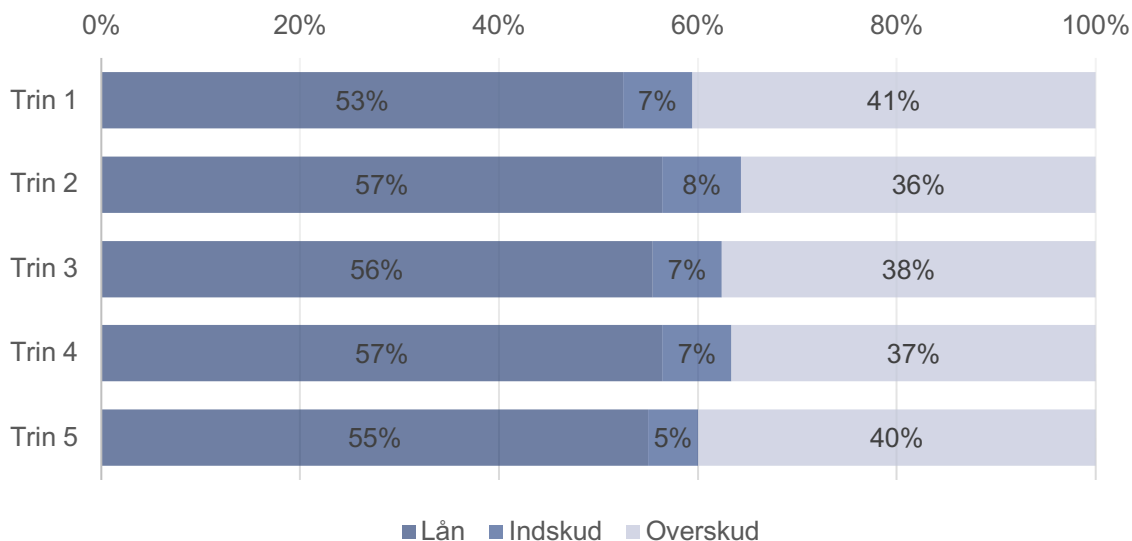
Figur 9 - Ejerledernes placering på Strategitrappen



På trin 1 findes de ejerledere (25%), der ikke har formuleret en målsætning, og de ejerledere (17%), der har formuleret en målsætning uden i højere grad at have analyseret virksomhedens ressourcer, markedsforhold og konkurrencesituation. På trin 2 er de ejerledere (32%), som har formuleret en målsætning, der i høj grad er baseret på en analyse af virksomhedens ressourcer, markedsforhold og konkurrencesituation, men som kun i nogen grad har fået dem omsat til en handleplan eller arbejdsopgaver. På trin 3 findes ejerledere (23%), som har formuleret en målsætning baseret på en grundig analyse og omsat målsætningerne til handleplaner og arbejdsopgaver, men som mangler systematisk opfølgning og justering af målsætning, handleplaner og arbejdsopgaver. Endelig består den sidste gruppe på trin 3 af ejerledere (3%), der mestrer alle facetter af arbejdet omkring målsætninger og strategi for virksomhedens udvikling.

Figur 10 sammenholder virksomhedernes progression i forbindelse med arbejdet omkring strategi og planlægning (i Figur 9) med deres finansielle valg.

Figur 10 - Finansieringskilder fordelt på virksomhedens placering på Strategitrappen



Figur 10 viser en svag sammenhæng mellem anvendelse af lånefinansiering og virksomhedens placering på Strategitrappen. De ejerledede virksomheder, der ikke har formuleret målsætninger for virksomhedens udvikling (trin 1), er også dem, der anvender mindst lånefinansiering og investerer den største del af overskuddet i virksomheden. Virksomheder, der har formuleret en målsætning baseret på en grundig analyse og har omsat målsætningerne til handleplaner og arbejdsopgaver, men som mangler systematisk opfølgning og justering af målsætning, handleplaner og arbejdsopgaver (trin 4), er dem, der anvender mest lånefinansiering. Endelig skal det understreges, at der som vist i Figur 9

er få virksomheder på trin 5, hvilket kan medvirke til at forklare, hvorfor virksomheder, der mestrer alle facetter af arbejdet omkring målsætninger og strategi for virksomhedens udvikling, anvender mindre lånefinansiering end virksomhederne på trin 3 og 4.

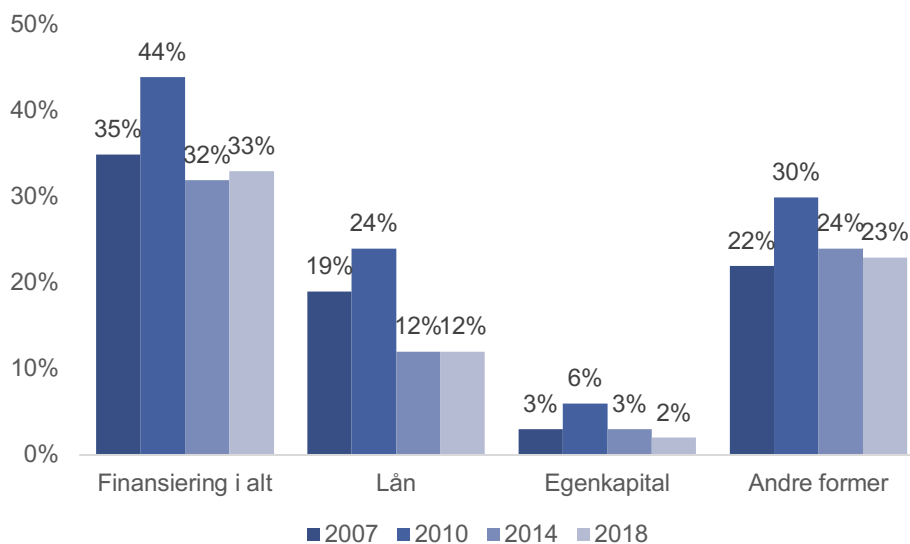
På baggrund af analysen af, hvordan ejerledede virksomheder er finansieret, kan vi konkludere, at anvendelsen af lånefinansiering er konservativ, og at der specielt i de større ejerledede virksomheder med en høj overskudsgrad er et betydeligt potentiale for at skabe værdi gennem finansiering med lån.

Adgang til finansiering

I dette afsnit belyses de ejerledede virksomheders adgang til ekstern finansiering (dvs. finansiering fra eksterne kilder). Til formålet anvendes en repræsentativ undersøgelse af små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering foretaget af Danmarks Statistik. Undersøgelsen omfatter en repræsentativ gruppe på omkring 20% af virksomhederne med mellem 5 og 249 ansatte og har en svarprocent på omkring 90%. Undersøgelsen er gennemført i 2007, 2010, 2014 og 2018, hvilket giver mulighed for sammenligning over tid.

Vi starter i Figur 11 med at afdække, i hvilken udstrækning den typiske virksomhed søger finansiering fra de forskellige finansieringskilder.

Figur 11 - Andelen af virksomheder, der søgte finansiering

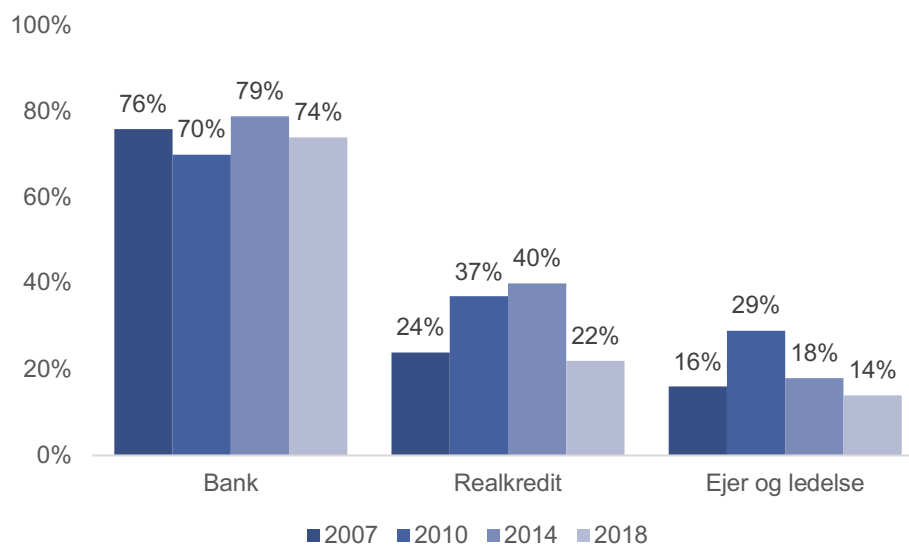


Godt en tredjedel af alle virksomheder søger i et givent år om finansiering. Andelen varierer dog over tid og er højest i perioden lige efter finanskrisen. Det hænger sammen med, at virksomhedernes finansieringsbehov er stigende i perioder, hvor den økonomiske udvikling er svag. I 2014 og 2018, som var præget af fremgang for dansk økonomi, var det således kun henholdsvis 32% og 33% af virksomhederne, der søgte om finansiering.

Figur 11 giver også et indblik i, hvilke finansieringskilder virksomhederne søgte finansiering fra. Andre former for finansiering, som også omfatter kassekredit og leasing, er i alle år den foretrukne finansieringskilde efterfuldt af bank- og realkreditlån. Finansiering i form af egenkapital er derimod i alle perioder den mindst anvendte finansieringskilde.

Figur 12 viser, hvem virksomhederne søgte lånefinansiering fra.

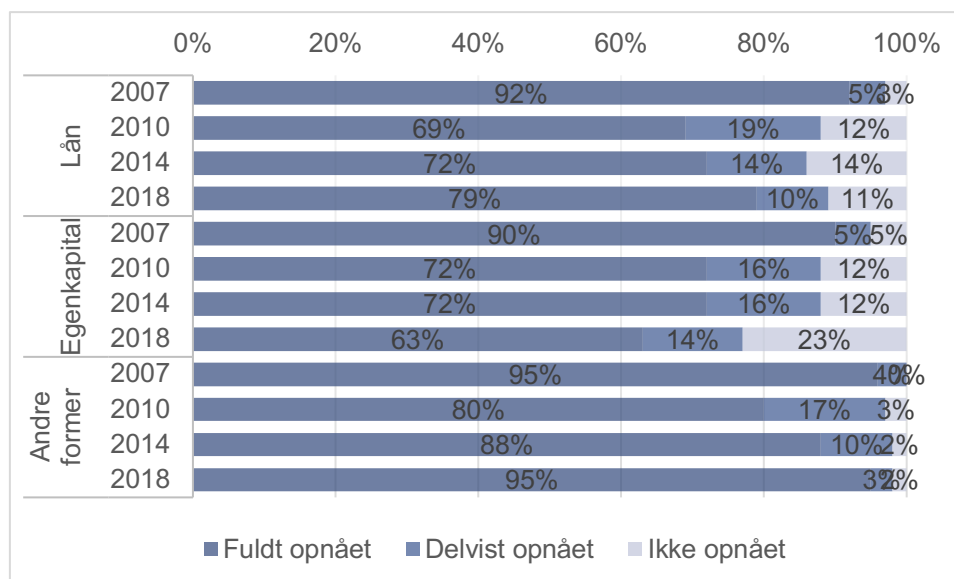
Figur 12 - Andelen af virksomheder, der søgte lånefinansiering fordelt på kilde



Blandt de virksomheder, der søgte lånefinansiering, er lån fra en bank (el. sparekasse) den mest populære kilde. Omkring tre ud af fire virksomheder, der søger lånefinansiering, går i banken. Mellem 25% og 40% af de virksomheder, der har søgt lånefinansiering, har henvendt sig i et realkreditinstitut, der specialiserer sig i finansiering af fast ejendom. Endeligt er det mellem 15% og 30% af virksomhederne, der har ansøgt om lån hos virksomhedens ejere og/eller ledelse.

I den følgende figur ser vi nærmere på udfaldet af den søgte finansiering. Den søgte finansiering kan enten være *fuldt opnået*, *delvist opnået* eller *ikke opnået*. Vi starter i Figur 13 med udfaldet fordelt på finansieringskilder.

Figur 13, Udfaldet af søgt finansiering fordelt på finansieringskilde

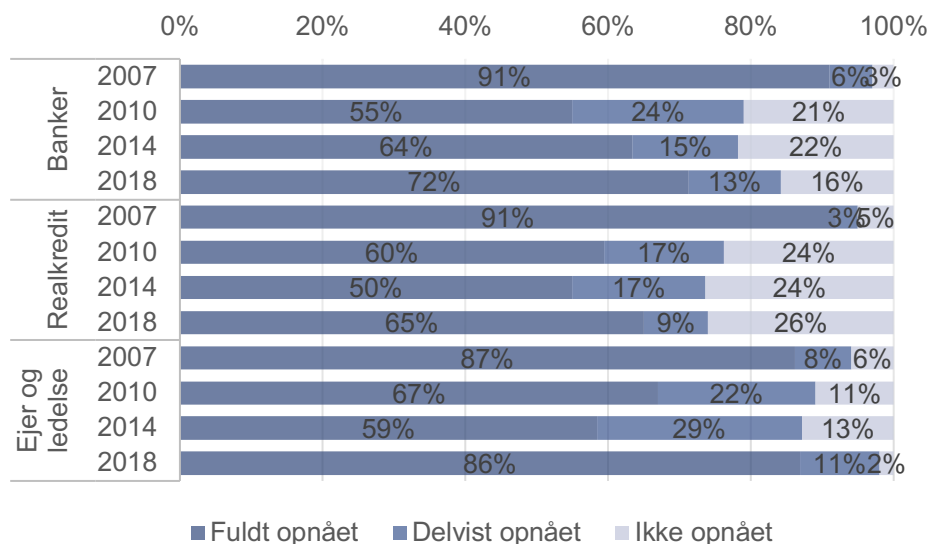


Figur 13 viser to klare tendenser. Den første tendens er, at andelen af virksomheder, som opnår fuld finansiering, afhænger af den generelle økonomiske udvikling. I 2007 opnåede tæt på alle virksomheder, der søgte finansiering, fuld finansiering. Andelen af virksomheder, der fik fuld finansiering i 2007, var således 92% for lån, 90% for egenkapital og 95% for andre finansieringsformer. Denne andel faldt betydeligt efter finanskrisen. I 2010 var andelen af virksomheder, der fik fuld finansiering, 69% for lån, 72% for egenkapital og 80% for andre finansieringsformer. I de senere år, hvor økonomien har klaret sig betydeligt bedre, er denne andel steget med undtagelse af egenkapital.

Den anden tendens er, at andre former for finansiering oftere opnår finansiering end lån og egenkapital. Mindre end 3% af de virksomheder, der har søgt om at indgå en kassekredit eller en leasingaftale, har ikke opnået finansiering. Til sammenligning ligger andelen, der ikke opnår finansiering via lån og egenkapital, på mellem 10 og 25%. Den højere succesrate skyldes, at kassekredit og leasingkontrakter typisk er af forholdsvis kort varighed, og at leasing involverer finansiering af et fysisk aktiv (f.eks. leasing af firmabiler).

Figur 14 viser udfaldet af ansøgninger om lånefinansiering fordelt på kreditgiver. Her er det interessant at konstatere, at nedgangen i andelen af virksomheder, der opnår finansiering i forbindelse med finanskrisen, både ses i forhold til banker, realkreditinstitutter og ejere og/eller ledelse, om end den største nedgang ses hos banker og realkreditinstitutter. Det understreger pointen om rettidig omhu i forbindelse med finansiering og kapitalberedskab, idet finansieringskilderne har tendens til at bevæge sig i samme retning med hensyn til virksomhedernes adgang til finansiering. Når den økonomiske aktivitet falder, så påvirkes den generelle risikovillighed, hvilket fører til mindre risikovillig kapital på tværs af finansieringskilderne og dermed højere risiko for afslag på ansøgninger om lånefinansiering for alle kreditortyper.

Figur 14 - Udfaldet af søgt lånefinansiering fordelt på kreditortype



Undersøgelsen af de ejerledede virksomheders adgang til finansiering giver anledning til tre overordnede observationer:

1. Flertallet af virksomhederne søger ikke aktivt finansiering i form af lån, egenkapital, kassekredit og leasing.
2. Der er flere virksomheder, der aktivt søger ekstern finansiering, når den økonomiske aktivitet er faldende.
3. De virksomheder, der søger, opnår typisk fuld finansiering, når den økonomiske aktivitet er stigende, mens 20-25% af virksomhederne får afslag, når den økonomiske aktivitet er faldende.

Undersøgelsen styrker med andre ord den tendens, der blev kortlagt i de tidligere afsnit, og de anførte anbefalinger. Flertallet af de ejerledede virksomheder finansierer driften og virksomhedens vækst med overskud, der er opsparet fra tidligere perioder. Virksomhederne er mere tilbøjelige til at søge ekstern finansiering fra lån i krisetider, men opnår oftere afslag på deres ansøgning end virksomheder, der søger finansiering, når den økonomiske aktivitet er stigende.

Gode råd om finansiering

Som nævnt i indledningen indgår denne rapport som en del af temaet Finansiering på ejerlederen.dk. Formålet med ejerlederen.dk er at formidle praksisnær forskning til ejerledede virksomheder.

I temaet har vi samlet en række gode råd om finansiering, som kan hjælpe ejerledere til at forbedre deres finansielle overblik. Denne rapport er baggrunden for flere af anbefalingerne, og det er derfor naturligt at afrunde rapporten med vores gode råd om finansiering.

1. **Gør løbende status**

Udvælg kritiske data og nøgletal, og følg op på dem hver måned. Sørg for, at virksomhedens ledelse har adgang til opdaterede nøgletal og relevant information, så I kan reagere rettidigt.

2. **Forstå virksomhedens likviditet**

Lav ved starten af regnskabsåret et budget og en oversigt over den finansielle likviditet, som du følger op på løbende. Er der sæsonforskelle i udgifter og indtægter? Korrigér budgettet og oversigten over den finansielle likviditet, hvis forholdene ændrer sig. Kalkuler også risici, eventuelle investeringer og finansieringsbehov.

3. **Vurder kapitalberedskabet**

Sørg for et forsvarligt kapitalberedskab. Når det går godt, er det vigtigt, at du sparer penge op i virksomheden til perioder, hvor det går mindre godt. Sørg for, at kapitalberedskabet (som minimum) dækker virksomhedens fremtidige behov.

4. **Få finansieringen på plads i god tid**
Er finansieringen af drift og fremtidige investeringer på plads i god tid? Er der tilstrækkelig kassebeholdning, hvis virksomhedens likviditet kommer under pres? Finansieringsomkostningerne vil være større, jo mere presset virksomhedens likviditet er. Det er derfor vigtigt at udvise rettidig omhu og få finansieringen på plads i god tid.

5. **Er du forberedt til mødet i banken?**
Er virksomhedens forretningsplan opdateret? Hvilke forhold har ændret sig siden sidste møde? Hvordan ser virksomhedens likviditet og kapitalberedskab ud? Hvordan skal virksomhedens drift og investeringer finansieres fremadrettet, og hvor meget af finansieringen skal banken bidrage med?

6. **Er der sammenhæng mellem virksomhedens strategi, målsætninger og finansieringsplan?**
Arbejdes der målrettet med strategi og planlægning af virksomhedens fremtid? Er der lagt en finansieringsplan, som gør det muligt at indfri målsætningerne? Er der en tilstrækkelig finansiel buffer, hvis arbejdet med at indfri målsætningerne forsinkes eller trækker ud?

7. **Kan virksomheden og ejerlederen drage fordel af øget lånefinansiering?**
Har virksomheden haft overskud på driften igennem en årrække og derfor betalt selskabsskat? Selskabsskatten kan nedbringes ved at optage et banklån. Banklånet frigiver samtidig kapital, som gør det muligt for ejerlederen at sprede sin privatøkonomiske risiko ved at investere i aktier

eller obligationer. Overvej om virksomhedens drift er robust nok til at kunne betale renter og afdrag på et banklån også i mindre gode år.

Find mere information om finansiering på

www.ejerlederen.dk/finansiering