

Civilingeniør, Cand. Jur. Flemming Hybholt, HD  
Rådyrvænget 2, 3450 Allerød  
Tlf. +45 22106651  
Mail. hybholt@c.dk

## **Andelsbevægelsens evne til forandring og omstilling i landbrugets udvikling fra den lokale til ”den globale landsby”**

**Fællesskab gennem samarbejde og ejerskab af små og store andelsselskaber har været karakteristisk for dansk landbrug siden andelsbevægelsens gennembrud, og selskaberne er nu førende og afgørende for danske landmænds konkurrencedygtighed på verdensmarkedet.**

**Den demokratiske opbygning af selskaberne og de ændringer, der løbende er sket heri, har hele tiden været båret af de tanker og den kulturarv, der er fælles for andels-, højskole-, og fagbevægelsen**

**Det har udviklet og fastholdt landmændenes ledelse og ejerskab i den vertikale kæde fra primærproduktion over forarbejdning og forædling til afsætning. I andre lande er den vertikale integration typisk domineret af et efterfølgende led i kæden.**

**Hvorledes sikres videreudviklingen af denne kulturelt baserede ledelses- og ejerform i en fremtid, hvor såvel landmanden som hans selskaber er blevet globale aktører?**

## Indholdsfortegnelse

1. Prolog .....	4
2. Oversigt over redegørelsen .....	5
3. Betydningen af strukturudvikling og Produktspecialisering i primærbedrifterne .....	6
3.1. Betragtninger over kapitalstrukturen i andelsselskaberne .....	6
3.1.1. Fonterras kapitalmodel .....	7
3.1.2. Royal Frieslands kapitalmodel .....	8
3.1.3. Forslag til en kapitalstruktur .....	8
3.2. Beslutningsstrukturen .....	10
3.3. Afregningsforhold .....	11
3.4. Perspektivering .....	12
4. Problemstillingerne omkring internationalisering .....	15
4.1. Traditionel eksportorienteret internationalisering .....	15
4.2. Internationalisering baseret på fusion .....	16
4.2.1. Store internationale fusionspartnere .....	18
4.2.2. Nationalt dominerende fusionspartnere .....	19
4.2.3. Mindre nationale fusionspartnere .....	19
4.2.4. Perspektivering .....	20
4.3. Internationalisering baseret på sekundære andelsselskaber eller samarbejde .....	20
4.3.1. Fonterra .....	20
4.3.2. Arla .....	20
4.3.3. Sodiaal .....	21
4.3.4. Perspektivering .....	22
4.4. Gearing som basis for internationalisering .....	22
4.4.1. FrieslandCampinas konsolideringsmodel og vækststrategi .....	23
4.4.2. Arlas konsolideringsmodel og vækststrategi .....	24
4.4.3. Perspektivering .....	25
4.5. Kapitalbaseret internationalisering .....	26
4.5.1. Arla .....	27
4.5.2. Sodiaal .....	29
4.5.3. Kerrygroup .....	30
4.5.4. Glanbia .....	31
4.5.5. Perspektivering .....	33
4.6. Perspektivering omkring internationalisering .....	33
5. Stordriftproblemstillingen .....	35
5.1. Generelle stordriftsfordele .....	35
5.2. Udviklingsmæssige stordriftsfordele og synergieffekter .....	36
5.3. Markedsmæssige stordriftsfordel og synergieffekter .....	37
5.4. Perspektivering vedrørende stordriftsfordele og synergieffekter .....	38
6. Stordrift/internationalisering .....	39
6.1. Andelshaverscenariet – Dairy Europe .....	40
6.1.1. Konvertering af leverandører til andelshavere .....	41
6.1.2. Løbende fusioner med mindre virksomheder .....	41
6.1.3. Storfusion(er) .....	43
6.1.4. Råvarebaserede samarbejder .....	45
6.1.5. Konklusion .....	45
6.2. Gearingsscenariet .....	46
6.2.1. Vækst gennem opkøb .....	47
6.2.2. Vækst gennem investeringer .....	48
6.2.3. Rationalisering contra vækst .....	49
6.2.4. Konklusion .....	49
6.3. Kapitalscenariet .....	50
6.3.1. Børsmodellen .....	53

6.3.2.	Institutionelle investorer .....	54
6.3.3.	Hovedinvestor.....	55
6.3.4.	Konklusion.....	56
7.	Sammenfattende betragtninger og perspektivering .....	57
7.1.	Andelselskabet som et primært økonomisk samvirke .....	58
7.2.	Principielle og holdningsmæssige betragtninger.....	59
7.3.	Andelshaverscenariet – Dairy Europe.....	60
7.4.	Gearingsscenariet .....	62
7.5.	Kapitalscenariet.....	63
7.6.	Perspektivering.....	65
8.	Epilog .....	67
9.	Litteratur m.v. ....	69

## 1. Prolog

Landbrugets andelsvirksomheder har med små og ubetydelige undtagelser været strengt økonomisk baserede. Grundideen er et økonomisk baseret fællesskab til gavn for alle deltagende landmænd - andelshaverne. Målsætningen er en sikring af andelshavernes økonomiske interesser i relation til omkringliggende interessenter.

Det har derfor også været helt naturligt, at det var landmændene der varetog de overordnede beslutninger i virksomhederne gennem den etablerede demokratiske beslutningsstruktur. Hvem skulle vel ellers være bedre i stand til at sikre andelshavernes interesser.

I en stabil landbrugsstruktur og en stabil virksomhedsstruktur er der ikke væsentlige ændringer i relationerne mellem andelshaverne, og det er ydermere således, at ejerinteresserne egentligt er knyttet til det enkelte landbrug, og ikke til den aktuelle ejer.

Medlemskabet af forskellige andelsvirksomheder er en værdi i den enkelte ejendom, som i parantes bemærket normalt havde en bred produktionsbasis, og blev derfor af betydning for ejendommens handelspris. Medlemskab af veldrevne andelsvirksomheder påvirkede direkte driftsresultaterne og dermed ejendommens værdi.

Baseret på den stabile produktionsstruktur på den enkelte ejendom opstod der derfor ingen egentlig interessekonflikt mellem generationerne, idet de økonomiske relationer blev udlignet over ejendommenes pris. I de mange situationer, hvor der var tale om familieoverdragelse blev disse forhold yderligere konfliktfri.

Med nutidens strukturudvikling og produktionsspecialisering i primærbedrifterne opstår der imidlertid en hel ny serie af problemstillinger som det er nødvendigt at tage stilling til for den enkelte andelshaver og for andelsvirksomhederne.

Tilsvarende medfører internationaliseringen af aktiviteterne i andelsvirksomhederne en række nye problemstillinger, som der skal tages stilling til.

Og endeligt medfører mulighederne for stordriftfordele særlige udfordringer for andelsvirksomheder baseret i et relativt begrænset nationalområde. Problemstillingen er dels mulighederne for at opnå stordriftfordele, som må baseres på en international udvikling og dels konkurrencesituationen med andre virksomheder, som måske ikke har tilsvarende vanskeligheder ved vækst, det være sig andelsvirksomheder i større nationalområder eller kapitalbaserede selskaber, som umiddelbart nyder godt af kapitalmarkedernes internationale karakter.

Udfordringer synes der at være nok af for landbrugets andelsvirksomheder. Nærværende redegørelse er udarbejdet med henblik på at komme helt ind til benet af disse problemstillinger, således at der på basis heraf kan opstilles konkrete løsningsforslag.

Redegørelsen udarbejdes konkret ud fra mejeribrugets problemstillinger, men der er næppe tvivl om at problemstillingerne er tilsvarende indenfor slagterisektoren, som er den anden store sektor i landbrugets forædlingsvirksomheder.

## 2. Oversigt over redegørelsen

Nærværende redegørelse er udformet ud fra en lang række kilder, selvom der ikke er foretaget direkte henvisninger til disse. Redegørelsen er derfor ikke af videnskabelig karakter, men mere at betragte som et alment baseret indlæg i den stående debat omkring andelsselskabernes forhold. Redegørelsen er i det væsentligste rettet mod mejerisektoren, hvorfor Arla kommer til at indtage en central stilling i de forskellige vurderinger. I oversigtsform er redegørelsen opbygget som følger

Afsnit tre koncentrerer sig om primærbedriftenes strukturudvikling og specialisering og den betydning disse forhold har for relationerne andelshaverne imellem og relationerne mellem andelshaverne og andelsvirksomhederne.

I afsnit fire redegøres der for en række problemstillinger og muligheder i forbindelse med andelsvirksomhedernes internationalisering. Der gennemgås en række strukturelle forhold i forbindelse med internationalisering, og der redegøres også for en række virksomhedsspecifikke forhold.

Afsnit fem omfatter en ret kortfattet og ikke udtømmende beskrivelse, af forskellige typer af stordriftsfordele, primært med det formål at opstille en referenceramme i forbindelse med efterfølgende afsnit.

I afsnit seks kombineres og konkretiseres forholdene omkring stordrift og internationalisering gennem opstilling af tre scenarier, andelshaverscenariet – Dairy Europe, Gearingsscenariet og kapitalscenariet, hvorved der etableres en referenceramme, dels for vurderinger af mulige fremtidige strukturer, og dels for at belyse betydningen af disse strukturer.

Afsnit syv indeholder relateringen af de forskellige strukturer til de formulerede andelsværdier og andelsprincipper, og er dermed centralt i vurderingen af hvorledes man kan sikre den kulturelt baserede ledelse og ejerform i andelselskaberne i en fremtid, hvor såvel andelshaverne som andelsvirksomhederne er globale aktører. Analysen heraf gennemføres på de tre scenarier, med henblik på at komme dybt ned i vurderinger af forskelle mellem de forskellige scenarier.

Afsnit otte er en epilog, som søger at fremdrage særligt væsentlige forhold omkring den samlede redegørelse.

### **3. Betydningen af strukturudvikling og Produktspecialisering i primærbedrifterne**

I modsætning til tidligere er der tale om en betydelig strukturudvikling og specialisering i primærbedrifterne. Det er i dag sjældent at en enkelt primærbedrift beskæftiger sig både med kvægavl og svineopdræt, hvorimod alle bedrifter af miljømæssige årsager er nødt til at have en planteproduktion.

Samtidig sker der en betydelig koncentration, således at der hele tiden sker en betydelig reduktion af primærbedrifterne inden for de forskellige specialer.

Der er således behov for at finde strukturer i økonomi og indflydelsesmønster, som er i stand til at tilgodese alle typer af andelshavere. Dels nystartede producenter, normalt med en meget lang tidshorison, dels ældre producenter og andre, der ophører med produktionen indenfor et kort åremål.

#### ***3.1. Betragtninger over kapitalstrukturen i andelsselskaberne***

Andelsselskabernes muligheder for at bevare og udbygge det andelshaverfinansierede kapitalgrundlag afhænger naturligvis dels af andelshavernes faktiske økonomiske kapacitet i forbindelse hermed og dels af andelshavernes vilje til at stille kapital til rådighed.

Den gennemsnitlige andelshaver har opbygget en kapital af størrelsesordenen 1 mio. kr. i Arla idet omkring 7.500 andelshavere ialt har opbygget en egenkapital på godt 8 mia. kr. Set i sammenhæng med andelshavernes egne investeringer i mælkeproduktion er der tale om et begrænset beløb, men sammenholdt med den gennemsnitlige andelshavers omsætning med Arla på omkring 2,4 mio. er der tale om et meget betydeligt beløb. Dette forhold skal dog også ses i sammenhæng med de priser der betales for mælkekvoter, som over de seneste 10 år har svinget fra under 1 kr. pr. kg. Og op til over 4 kr. pr. kg. mælkekvote.

Der er således behov for at kapitalstrukturen i andelsselskabet indrettes med de maximale incentives for andelshaverne til at investere i andelsselskabet. Over de seneste mange år har dette forhold været til drøftelse, uden at der i grunden er sket større ændringer i forhold hertil.

Det gennemgående træk er et ønske fra andelshavernes side om at egenkapitalen i andelsselskabet fordeles mellem andelshaverne på personlige konti. Herigennem er der sat konkret beløb på den enkelte andelshavers andel, men uden at der iøvrigt er taget stilling til mulighederne for udlodning m.v.

Tilsvarende er der fra danske andelsselskabers side stor reservation heroverfor, idet det frygtes at kapitalgrundlaget for selskaberne smuldrer i forbindelse med ændringer i andelshaverkredsen. Andelsselskaberne rammes dobbelt, hvis andelshaverne i forbindelse med udtræden, herunder ved produktionsophør, kan få udbetalt deres personlige konti, idet der samtidig hermed er en risiko for at leverancerne til selskabet bliver mindre, hvilket også rammer virksomhedens økonomi.

Der er således behov for at udvikle en struktur, som tilgodeser alle de modstridende interesser, dels mellem andelshaverne indbyrdes og dels mellem andelshaverne og selskaberne herunder selskabernes eksterne finansieringskilder.

Det første element i forbindelse hermed er fordeling af egenkapitalen på personlige konti. Dette er gennemført i andre store andelsbaserede selskaber som Fonterra og Royal Friesland. Modellerne i disse selskaber er forskellige, men det grundlæggende element er at egenkapitalen er fordelt på deltagerne.

I begge disse virksomheder er der restriktioner på mulighederne for at få udbetalt egenkapitalen ved udtræden af selskabet, ligesom der ikke er mulighed for at der kan ske udbetaling uden at der sker en udtræden af selskabet. Restriktionerne er etableret for at hindre en udhuling af selskabernes kapitalgrundlag gennem udlodning af egenkapital.

### **3.1.1. Fonterras kapitalmodel**

Fonterras kapitalmodel fremgår af et meget udførligt prospekt udarbejdet medio 2010 omfattende ”Co-operative shares”, ”Peak notes”, Capital notes” og Redeemable Preference Shares”. Grundlæggende er det således at andelshaverne, som udelukkende er fra New Zealand skal eje Co-operative shares i selskabet svarende til deres mælkeleverancer. Ejerskabet omfatter en aktie pr. kg mælketørstof leveret til Fonterra og med en fair pris på omkring 19 danske kr pr. Co-operative share kræves der altså en investering på omkring halvanden danske kroner pr. leveret liter mælk. Udover dette kapitalindskud, som afregnes kontant er andelshaveren forpligtet til at deltage i finansieringen af selskabet gennem investering i de såkaldte peak notes, der skal dække investeringer m.v. i forbindelse med produktion i højsæsonen. Der er dog for tiden ikke krævet investering i disse peak notes, men de er naturligvis et element i finansieringsberedskabet baseret på andelshaverne.

Ved ophør eller reduktion af mælkeleverancer kan Fonterra, hvis der er økonomisk basis i selskabet herfor tilbagekøbe co-operative shares fra den enkelte andelshaver, men selskabet kan også vælge at betale med Capital notes hvis dette er hensigtsmæssigt for selskabet. Endeligt kan selskabet vælge at udstede Redeemable preference shares, hvis bestyrelsen vurderer at kontantbetaling eller Capital notes vil i betydelig omfang være til skade for selskabets muligheder for at gennemføre selskabets udviklingsplaner.

Udover ovenstående er det karakteristisk at Fonterres kapitalmodel baserer sig på at alle nævnte former for kapital forrentes på en eller anden måde (Aktieudbytte eller forrentning) med undtagelse af Peak notes, som er uforrentede. Med en soliditet på 34% (2009) næsten udelukkende baseret på Co-operative shares, og det yderligere finansielle beredskab som er skitseret ovenfor synes Fonterra at være i stand til at finansiere sine aktiviteter på det nuværende niveau og formentlig også en aktivitetsudvidelse, såfremt andelshaverne finder det hensigtsmæssigt. Bagsiden af medaljen er at mælkeproducenter for at kunne levere til Fonterra skal investere et beløb svarende til værdien af første års mælkeleverance for at kunne levere til selskabet.

Denne investering skal dog ses i forhold til hvad en dansk mælkeproducent skal investere i mælkekvoter ved en udvidelse af produktionen, og med priser på mælkekvoter svingende mellem 1 og 4 kr. for mælkekvoter er investeringen i Fonterra ikke specielt stor. Samtidig hermed er fair

værdi af Fonterres Co-operative shares relativt stabile, hvorfor risikoen ved investeringen må betragtes som mindre end risikoen ved at investere i mælkekvoter.

Totalt set må Fonterres kapitalmodel anses for at være en hensigtsmæssig løsning på finansieringsproblemstillingen for virksomheden på dens nuværende aktivitetsniveau.

### **3.1.2. Royal Frieslands kapitalmodel**

Ved etableringen af fusionen mellem Friesland og Campina blev der udstedt uomsættelige medlemscertifikater til medlemmerne af de to fusionerende selskaber som blev medlemmer i det andelsselskab, der er moderselskab for fusionen. (Zuivelcoöperatie FrirlandCampina U.A.. Disse medlemscertifikater kunne konverteres til "member bonds" i driftsselskabet Royal FrieslandCampina N.V. Af selskabets samlede egenkapital på 1,74 mia. euro udgør member bonds 0,87 mia. euro. Der er således tale om at ca. halvdelen af den samlede egenkapital er fordelt på de enkelte medlemmer. Såvel member bonds som medlemscertifikater forrentes med en markedsrelateret rente.

Hvis et medlem ophører med produktion eller ophører med at levere til selskabet konverteres medlemscertifikater og member bonds til free member bonds som kan omsættes gennem et internt marked 6 gange om året. Herigennem har udtrådte medlemmer mulighed for at få den del af egenkapitalen, som er henført til det enkelte medlem udbetalt, d.v.s. ca. halvdelen af den samlede egenkapital. Der foreligger ingen forpligtelse fra selskabets side til at aftage disse free member bonds, og de vil således udgøre en finansieringsmæssig reserve, såfremt selskabet har behov herfor.

Der er ikke i Royal FrieslandCampina tale om krav om reguleringer af den fordelte medlemskapital i forbindelse med ændringer af produktionsstørrelse for det enkelte medlem, men der er på den anden side så tale om at ca. halvdelen af egenkapitalen ikke er fordelt på de enkelte medlemmer, ligesom der sker en betydelig driftsmæssig konsolidering, som ikke fordeles.

Med en soliditet på 37% (2009) er selskabet øjensynlig i stand til at finansiere sine aktiviteter. Det skal iøvrigt bemærkes, at moderselskabet udover indskud af aktiekapital i selskabet (0,37 + 0,11 mia. euro) har udlånt 0,29 mia. euro til selskabet.

Således udgør den samlede medlemsfinansiering omkring 43% af selskabets balance.

### **3.1.3. Forslag til en kapitalstruktur**

Som det fremgår af ovenstående eksempler synes det muligt at basere et andelsselskab på en hel eller delvis fordeling af egenkapitalen på personlige konti for de enkelte andelshavere. Dermed er der basis for at tilgodese andelshavernes stærke ønske herom. Imidlertid er der en række forhold, som må indregnes i forbindelse hermed.

For det første må forholdene andelshaverne imellem reguleres på en hensigtsmæssig måde. En fuld fordeling af egenkapitalen på personlige konti må opfylde en række kriterier. Det skal her understreges, at en kapitalmodel skal være i stand til at fungere, også i en situation, hvor der er fri adgang til mælkeproduktion, dvs. at det nuværende mælkekvotesystem ikke eksisterer mere.

- Den enkelte andelshavers personlige konto skal i betydelig grad afspejle leverancen af mælk. Der er altså knyttet en ret til mælkeleverance svarende til indestående.
- Der kan etableres overgangsregler for nye producenter (andelshavere) således at det nødvendige indestående etableres over en kort årrække.
- For at have en betydelig fleksibilitet, er det væsentligt at indestående forrentes med en markedsrelateret rente. Dette forhold medfører at der ikke opstår et modsætningsforhold i forbindelse med variationer i indestående i relation til mælkeleverancer. Det er endda muligt i en sådan struktur at give den enkelte andelshaver adgang til at lade sit indestående vokse udover det fastlagte minimum. Rentebetaling til en markedsrente vil naturligvis reducere selskabets økonomiske resultat betydeligt. F.eks. vil forrentning af Arlas egenkapital med 5% p.a. medføre en reduktion i nettoresultatet på godt 400 mio. kr. (2009) hvilket alt andet lige vil medføre en reduktion i efterbetalingen med dette beløb. Efterbetalingen vil derefter udgøre 260 mio. kr. i stedet for 660 mio. kr. Imidlertid vil forrentningen komme andelshaverne direkte til gode, så resultatet totalt set vil være det samme for både selskabet og andelshaverne.
- Naturligvis medfører denne model at andelshavere, som endnu ikke har opbygget det fulde indestående får et mindre udbytte. Da der samtidig må regnes med at disse andelshavere yderligere er belastet af skulle opbygge det fulde indestående, er der selvfølgelig tale om en problemstilling, som ikke er uden betydning for disse andelshavere.

Med de således opstillede regler for andelshavernes relationer til hinanden, er der behov for at opstille regler for relationerne mellem selskabet og andelshaverne. Grundtrækkene her må være følgende.

- I forbindelse med reduktioner eller forøgelse af leverancerne til selskaber kan der ved reduktioner ske en reduktion af indestående, og ved forøgelse ske en opbygning af indestående svarende til leveranceomfanget.
- Ved udtræden af andelsselskabet, enten for at flytte leverancer til et andet selskab eller ved produktionsophør skal der ske en udlodning til andelshaveren af indestående.
- Formen for denne udlodning må nødvendigvis være således, at der under ingen omstændigheder i forbindelse hermed sker en u hensigtsmæssig reduktion i selskabets ansvarlige kapital.
- Under meget stabile forhold, kan der naturligvis ske en egentlig udbetaling fra selskabet til den udtrædende andelshaver, men der må være etableret en basis, som medfører at dette kan undgås efter konkret beslutning fra selskabet side.
- Den enkle måde at gøre dette på er at erstatte indestående med afdragsfri, variabelt forrentede ansvarlige obligationer, uden nogen form for indflydelse, som kan handles frit. Prisen på sådanne obligationer i et etableret marked vil afspejle såvel rentesatsen som den tilknyttede risiko på obligationen. Det er således op til den udtrædende andelshaver, om vedkommende ønsker at beholde obligationen eller at sælge den og dermed opnå likviditet.

På basis af de etablerede relationer mellem selskabet og andelshaverne er det selskabets opgave at sikre finansiering med fremmedkapital, for den del af aktiverne, der ikke er finansieret med egenkapital. Det er i denne forbindelse bemærkelsesværdigt at såvel Fonterre med den fulde fordeling af egenkapitalen og omfattende mekanismer på plads til sikring af kapitalgrundlaget og Royal FrieslandCampina som kun har fordelt omkring halvdelen af egenkapitalen på personlige

konti arbejder med en andelshaverfinansiering omkring 40% hvorimod Arla med praktisk tage ingen fordeling på personlige konti arbejder med en andelshaverfinansiering på omkring 27%.

Der kan dog ikke umiddelbart drages nogen stærk konklusion om at det er kapitalmodellerne der er årsag til denne betydelige difference, idet der i betydeligt omfang kan være tale om at historiske forhold gør sig gældende.

Selskabets relationer til kapitalmarkeder og finansieringskilder vil være af følgende karakter.

- Det er et krav at selskabets kapitalgrundlag ikke kan udhules i forbindelse med udtrædende andelshavere. Kapitalen skal derfor som i ovenstående model sikres værende til rådighed som ansvarlig kapital for selskabet, uden nogen form for begrænsninger.
- Det kan ikke afvises, og er endda sandsynligt, at der fra finansieringskilderne vil være krav om en højere egenkapitalfinansiering end i den nuværende situation. Imidlertid må kapitalstrukturen med personlige konti anses for at medføre en større villighed for andelshaverne til at opbygge egenkapital i selskabet.
- Finansieringskilder kan endvidere stille krav om en fastlagt opbygning af egenkapital over tid, hvilket så må ske på bekostning af den mælkepris incl. efterbetaling som selskabet kan udbetale til andelshaverne.

Som det fremgår af ovenstående vil modellen med fuldt fordelt egenkapital på personlige konti medføre betydelige ændringer af relationerne omkring selskabet og mellem selskabets andelshavere, men der synes ikke at være tvivl om at en sådan model kan bringes til at fungere. Der kan naturligvis som ved alle ændringer blive tale om at selskabets udfoldelsesmuligheder kan forringes, specielt på kort sigt, indtil finansieringskilderne føler sig komfortable med den ændrede model. Umiddelbart synes modellem imidlertid at kunne regulere forholdene mellem andelshaverne i ønskelig retning uden at der sker nogen objektiv forringelse af selskabets kreditværdighed.

### **3.2. Beslutningsstrukturen**

Den traditionelle beslutningsstruktur i andelsvirksomhederne er baseret på slagordet en mand en stemme, hvilket indebærer at alle andelshavere har den samme indflydelse på andelsselskabets beslutninger. Den historiske basis for denne beslutningsstruktur er, en modstand mod at store producenter kan dominere andelsselskabernes beslutninger. Man kan også sige, at det er baseret på bøndernes modstand mod herremændene. Endeligt kan man sige at denne beslutningsstruktur er den mest demokratiske.

I landbrugets sekundære andelsselskaber (Andelsselskaber med andre andelsselskaber som andelshavere) har denne beslutningsstruktur imidlertid ikke fundet anvendelse, idet beslutningsstrukturen her normalt er baseret på leverancer til det sekundære andelsselskab. Som et eksempel herpå kan nævnes det hedengangne Dansk Ost A.m.b.a. Hvor Arla (På det tidspunkt MD Foods) allerede ved etableringen af selskabet havde såvel leverancemajoriteten som beslutningsmajoriteten.

Når der henses til strukturudviklingen i primærlandbruget, og dermed til den større interessediversion mellem andelshaverne er det et åbent spørgsmål om en mand en stemme fortsat er den mest hensigtsmæssige beslutningsstruktur.

Med udgangspunkt i at andelsselskaberne er rene økonomiske samarbejdsstrukturer, synes den mest hensigtsmæssige beslutningsstruktur at være en direkte overensstemmelse mellem økonomisk interesse og beslutningsret. Man skal stemme efter hoveder og ikke efter hoveder.

En ændring af denne karakter vil være i overensstemmelse med den individualisering på kapitalområdet som der er en overvejende interesse for.

Umiddelbart skal det også anføres, at en ændring af beslutningsstrukturen ikke kan betragtes som mindre demokratisk end den eksisterende beslutningsstruktur i andelsselskaberne.

Velvidende at ændring af beslutningsstrukturen på denne måde er i åbenlys strid med andelsprincipperne synes der dog at være god grund til at denne hellige ko slagtes.

Formodningen er at en placering af beslutningskompetencen, den hvor den økonomiske interesse er, vil medføre bedre beslutninger totalt set. Det skal i den forbindelse understreges, at specielt de centrale beslutende organer i andelsselskaberne primært er ansvarlige for selskabernes vel og vel og ikke skal varetage særlige andelshavergrupperes specielle interesser, men andelshavernes interesser i sin helhed. I denne forbindelse knytter der sig specielle interesser til afregningsforholdene mellem andelshaverne og andelselskabet. Dette forhold behandles mere udførligt i næste afsnit.

### **3.3. Afregningsforhold**

Afregningsreglerne mellem andelsselskabet og andelshaverne påkalder sig naturligvis betydelig interesse. Grundlæggende skal afregningsreglerne afspejle værdien af leverancerne for andelsselskabet, og skal naturligvis også sikre en ligelig behandling af alle andelshavere. Eksisterende afregningssystemer f.eks. for Arla synes at varetage denne opgave på udmærket vis. Der tages hensyn til mælkens kvalitet, fedt og proteinindhold, og der tages også hensyn til de driftsmæssige forhold i forbindelse med leverancestørrelser og leverancefleksibilitet. Endeligt er der også indbygget særlige regler for økologisk mælk i afregningsgrundlaget.

Afregningsreglerne indeholder også en sæsonvariation, hvis formål er at opnå så jævne leverancer som muligt hen over året. Et sæsontillæg må nødvendigvis fastsættes ud fra en markedsrelateret betragtning, således at sæsonvariationen er tilstrækkelig til at få den enkelte mælkeproducent til at medvirke til udjævningen af produktionen. Herigennem sikres totalt set en bedre driftsøkonomi i andelsselskabet, og denne forbedrede økonomi kan så gennemsæsonvariationen komme den enkelte mælkeproducent til gode, også ud over hvad der er omkostningsmæssigt behov for.

Derudover indebærer afregningsreglerne også, at dert er muligt på rimelig vis at afregne mælk i såvel Danmark som Sverige.

Umiddelbart kan der naturligvis altid i et sådant faktisk baseret system være tale om en vis usikkerhed i relationerne mellem de enkelte andelshavere. Størst usikkerhed knytter der sig sikkert

til afregningstillægget for økologisk mælk. Denne prissætning må nødvendigvis i en vis udstrækning være markedsbaseret, således at der netop kan sikres tilstrækkelige leverancer set i forhold til markedet for økologiske produkter.

Da der er tale om en langsigtet omlægning af driften for at kvalificere sig til at levere økologisk mælk, må der nødvendigvis være en vis præmie for at få den enkelte andelshaver til at omlægge driften, med de deraf følgende omkostninger og investeringer.

Det totale indtryk af afregningsreglernes funktion er at der er tale om en mekanisme, som er i stand til på fair måde at fordele resultaterne af andelsselskabets drift mellem de forskellige andelshavere.

Umiddelbart synes den eneste væsentlige mislyd i denne relation at komme fra meget store producenter, som er af den opfattelse, at der bør tages særlige hensyn til disse udover de stordriftsfordele der er indregnet i afregningssystemet. Storproducenterne har leverancer af et sådant omfang, at der kan være basis for at opnå særlige fordele ved at levere mælken i et frit marked fremfor gennem det fælles andelsselskab. Grundlæggende er der her tale om, at der specielt i perioder er mulighed for at opnå højere priser baseret på de særlige markedsmuligheder som en stor produktion indebærer.

Det vil dog naturligvis være muligt i et vist omfang at tilgodese sådanne producenter gennem aftaler om kontraktleverancer eventuelt baseret på markedsrelaterede priser. Grundsynspunktet i forbindelse hermed er det samme som finder anvendelse i relation til andre mælkeproducenter, som ikke er andelshavere men afregnes med en aftalt pris uden direkte relation til andelsselskabets resultat.

Helt grundlæggende synes der ikke at opstå særlige vanskeligheder mellem andelshaverne i forbindelse med afregningsforhold i forbindelse med etablering af en anden beslutningsstruktur og et andet kapitalgrundlag.

Imidlertid vil forrentning af indestående på personlige konti som nævnt tidligere medføre et øget pres på andelsselskabets resultat og dermed dispositionsmuligheder medmindre afregningsreglerne tager højde herfor i forbindelse med fastsættelse af a'conto betalingen. Det er imidlertid ganske enkelt at sikre dispositionsbeløbet ved at reducere a'contobetalingen med et beløb svarende til forrentningen. Hvis der samtidig sker en løbende udbetaling af renterne til andelshaverne vil der ikke være nogen likviditetmæssig ændring, hverken for andelshaverne eller for andelsselskabet.

Hvad afregningsreglerne imidlertid ikke er i stand til at tage højde for er indtræden af kapital fra ikke mælkeproducenter med henblik på at øge andelsselskabets kapitalberedskab, og dermed vækstmuligheder. Dette forhold er af afgørende betydning for mulighederne for at tiltrække ansvarlig kapital i større omfang fra fremmede finansieringskilder. Dette forhold vil blive yderligere belyst i de følgende afsnit.

### **3.4. Perspektivering**

Af ovenstående redegørelse fremgår det, at det gennem omlægning af en række forhold er muligt at tilpasse andelsselskabsformen til den mere individualistiske tilgangsvinkel som generelt set gør sig

gældende i andelshaverkredsen. Denne individualistiske tilgang har sit naturlige afsæt i den større grad af forandring, som gør sig gældende i primærproduktionen.

Umiddelbart må det være forventningen at en omlægning af andelsselskabernes samarbejdsrelationer med andelshaverne vil medføre en forøget mulighed og villighed fra andelshavernes side til at engagere sig økonomisk i andelsselskaberne.

Allerede på nuværende tidspunkt er der for to af de tre nævnte mejeriselskaber tale om engagement som går betydeligt ud over anvendelse af egen mælk.

Der er således tale om en form for gearing på råvaresiden.

- Arla håndterede i 2009 41% mere mælk end andelshaverne leverede
- FrieslandCampina håndterede i 2009 24% mere mælk end andelshaverne leverede
- Fonterra håndterede i 2009 5% mere mælk end andelshaverne leverede.

Denne gearing indebærer at andelshaverne i de berørte selskaber bærer den driftsmæssige og dermed finansieringsmæssige risiko på en betydeligt større mælkemængde end de selv leverer.

Da der samtidig er tale om en betydelig forædling af produkterne, og altså dermed en meget betydelig omkostningsbase i selskaberne er der tale om forhold af meget stor betydning for andelshaverne.

Forædlingen af andelshavernes leverancer fremgår af følgende.

- For Arla udgør andelshavernes leverancer 28,5% af omsætningen og de samlede mælkeleverancer 40% af omsætningen.
- For FrieslandCampina udgør andelshavernes leverancer 28,7% af omsætningen og de samlede mælkeleverancer udgør 35% af omsætningen.
- For Fonterra udgør andelshavernes leverancer 39,3% af omsætningen og de samlede mælkeleverancer udgør 41% af omsætningen.

Som det fremgår er den samlede forædlingsgrad i selskaberne af nogenlunde samme størrelsesorden, men i kraft af forskellig gearing i virksomhederne bliver der alligevel en betydelig forskel i andelshavernes risikoeksponering relateret til deres mælkeleverancer.

Når denne betydelige eksponering sammenholdes med at Arla arbejder med en egenkapital på 27% af balancen og de øvrige to virksomheder arbejder med en egenkapitalandel på ca. 40%, er der specielt for Arlas vedkommende tale om en stor såvel råvaremæssig gearing som en kapitalmæssig gearing.

Arla kompenserer i en vis udstrækning gennem optagelse af ansvarlige lån fra eksterne finansieringskilder, for at få en tilfredsstillende balance. Der er imidlertid næppe tvivl om at der kun er et begrænset økonomisk råderum, specielt for investeringer, der medfører en forøget gearing af aktiviteterne. De to andre virksomheder ser umiddelbart ud til at have et betydeligt større råderum i denne forbindelse. Specielt må forholdene for Arla og FrieslandCampina være sammenlignelige, som følge af placeringen indenfor EU.

Perspektiver for Arla er således, at der er behov for at gennemføre en betydelig konsolidering af virksomheden baseret på andelshaverne, hvis virksomheden på et realistisk grundlag og indenfor den traditionelle andelsvirksomhed skal være i stand til at opfylde de betydelige vækstmålsætninger som virksomheden har. Den ovenfor anførte model, som tilgodeser de individualistiske behov hos andelshaverne, synes at være et realistisk forslag i forbindelse hermed.

Med fare for at forenkle forholdene skal det også påpeges, at en sådan model vel også kunne være en mulighed for at give Danish Crown en bedre kapitalstruktur.

Når dette er sagt skal det imidlertid bemærkes, at der i forbindelse med internationalisering og udnyttelse af stordriftsfordele vil være betydelige begrænsninger for virksomhedernes fortsatte udvikling, alene ud fra kapitalmæssige forhold.

Kort sagt vil der formentlig i forbindelse med virksomhedernes fremtidige udvikling være situationer hvor ellers hensigtsmæssige udviklinger ikke vil kunne lade sig gøre indenfor de finansielle, rammer der er til rådighed.

## **4. Problemstillingerne omkring internationalisering**

Internationalisering er for de store danske andelsselskaber en nødvendig udvikling alene fordi den indenlandske produktion er meget større end det indenlandske forbrug. Grundlæggende er problemstillingen ikke ny, idet virksomhederne har opbygget en betydelig grad af international tilstedeværelse på hovedmarkederne.

Problemstillingen er i det væsentlige bestemt af, hvilke typer af aktiviteter der er behov for, på de enkelte hovedmarkeder. Når der er tale om ferskvarer med en begrænset holdbarhed, er der ikke noget praktisk alternativ til lokal produktion baseret primært på lokale råvarer. Andre produktområder giver større muligheder for at afveje lokal produktion mod eksportproduktion. Det skal dog også bemærkes, at der af primært miljømæssige årsager er betydelige begrænsninger i mulighederne for indenlandsk produktion.

Internationalisering af andelsselskabers aktiviteter er tæt knyttet til den grundlæggende råvareforsyning til aktiviteterne og dermed til andelshavernes gearing i forbindelse hermed. Derudover er nøglefaktoren ved internationalisering kapitalforholdene omkring aktiviteterne. Disse forhold behandles struktureret i det følgende.

### **4.1. Traditionel eksportorienteret internationalisering**

Den traditionelle internationalisering fra de danske andelsselskabers side rækker langt tilbage i tiden. Oprindeligt var det private eksportører, der varetog eksporten af den merproduktion, som ikke kunne afsættes indenlandsk.

Imidlertid har der over de sidste 100 år været en bevægelse i retning af at andelsvirksomhederne selv begyndte at varetage eksportfunktionerne, og dermed udplacere de private eksportører. Allerede tidligt i det sidste århundrede varetog slagterierne selv eksporten til England, men var her afhængige af en række salgsagenter.

Også denne situation blev langsomt men sikkert ændret i retning af større indflydelse for slagterierne gennem oprettelse af et eget salgskontor i England. Dette førte til dannelsen af Danish Bacon Company (D.B.C.) som efterhånden overtog en række funktioner på det engelske marked, som i parentes bemærket var hovedmarkedet for dansk bacon. Først midt i firserne overtog ESS FOOD det fulde ejerskab af D.B.C. gennem overtagelse af den resterende engelske ejerinteresse.

Den samlede eksportindsats blev efterhånden samlet og koordineret gennem Eksportsvineslagteriernes Salgsforening senere ESS FOOD. Det skal i forbindelse hermed bemærkes at der gennem årene var omfattende konflikter mellem de enkelte slagterivirksomheder omkring samarbejdet indtil slagterivirksomhederne i det væsentlige samlede sig i Danish Crown.

Den grundlæggende udvikling er imidlertid en samling af aktiviteterne i Danish Crown og en samlet udbygning af slagterisektorens internationale tilstedeværelse gennem salgsselskaber og i visse tilfælde forædlingsvirksomheder på hovedmarkederne. Andelsselskaberne har således sikret deres interesser på markederne og i mange tilfælde helt frem til detailhandelen. Dette har

naturligvis krævet ikke ubetydelige investeringer, men er gennemført på basis af andelsvirksomhedernes almindelige kapitalberedskab.

Også indenfor mejeribruget blev eksporten af det dominerende produkt smør varetaget af private eksportører. Der opstod imidlertid i begyndelsen af sidste århundrede smørekseportforeninger som ved udbruddet af første verdenskrig varetog omkring 20% af den danske smørekseport. Gennem resten af århundredet skete der en større og større koncentration af smørekseporten i Andelssmør som efterhånden blev den helt dominerende smørekseportør.

Efterhånden som osteproduktion og eksport blev mere betydningsfuld for mejeribruget skete der en tilsvarende udvikling omkring koncentration af eksportarbejdet i andelsejede virksomheder. De private osteekseportører blev efterhånden i det væsentlige opkøbt eller udkonkurreret således at osteekseporten blev samlet i det af Mejeriselskabet Danmark (Arla) kontrollerede Dansk Ost.

I perioden efter 2. verdenskrig etableredes der en række salgsselskaber på hovedmarkederne for ost. Herigennem er der opnået en betydelig synlighed og markedskontakt, som har været medvirkende til at sikre det bedst mulige resultat af osteekseporten. På mejeriområdet er udviklingen indenfor eksportaktiviteterne foregået i relativ god ro og orden, idet de forskellige fællesvirksomheder har været i stand til at tilgodese mejeriernes interesser afbalanceret og baseret på fornuftige aftaler. Konkurrencen har i det væsentlige derfor været mellem private eksportører og andelsejede eksportører, men med en stadig mindre del til de private.

Udviklingen af eksportstrukturen er gennemført indenfor de almindeligt eksisterende økonomiske rammer for andelsselskaberne uden at dette har medført væsentlige problemer.

Indenfor mejeribruget skal det iøvrigt bemærkes at der indenfor rammerne af Danske Mejeriers Fællesorganisation i årene omkring 1960 i mellemøsten blev etableret flere såkaldte rekombinationsmejerier, som med basis på dansk mælkepulver fremstillede ferske konsumprodukter til lokale markeder. Tilsvarende virksomheder blev også etableret af private danske virksomheder. Disse rekombinationsmejerier har senere dannet basis for udbyggede mejerivirksomheder, som i et vist omfang stadigvæk er tilknyttet dansk mejeribrug.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at de traditionelle internationaliseringsaktiviteter blev etableret over en længere årrække, og med den begrænsede hensigt at sikre de bedst mulige forhold for eksporten, hvorimod sigtet med aktiviteterne ikke var en egentlig internationalisering af de samlede aktiviteter.

En sammenligning med udviklingen for Fonterra og FrieslandCampina viser en tilsvarende udvikling som i Danmark. Virksomhederne har også her bevæget sig ud i en internationalisering af afsætningsstrukturen, med andelsvirksomhederne som de væsentligste aktører.

## **4.2. Internationalisering baseret på fusion**

På nationalt plan er der gennemført en lang række fusioner af andelsvirksomheder med henblik på at opnå stordriftsfordele af forskellig karakter. Det er karakteristisk for sådanne fusioner, at der ikke sker nogen ændring af råvaregearingen i forbindelse hermed. Der er således tale om at fordelene ved fusionen opnås uden at der iøvrigt sker nogen ændring i den samlede andelshavergruppes

finansielle forhold. Selvom der naturligvis i forbindelse med nationale fusioner vil være interessekonflikter i forbindelse med fusionsforhandlingerne, hvor fordelene skal fordeles mellem fusionsparterne vil der efterfølgende ikke forekomme interessekonflikter.

Umiddelbart skulle de samme forhold gøre sig gældende i forbindelse med internationale fusioner mellem andelsselskaber. Imidlertid er der kun få eksempler på at sådanne fusioner har fundet sted.

Den mest omfattende fusion af denne karakter er fusionen mellem danske MD-Foods og svenske Arla, som medførte etableringen af det nye Arla i år 2000. Denne nogenlunde ligeværdige fusion synes at have medført en række positive resultater, samtidig med at fusionen synes at fungere på fornuftig vis uanset at der er tale om to nationale grupperinger og der ydermere er tale om et meget eksportorienteret system (MD-Foods) og et meget hjemmemarkedsorienteret system (Svenske Arla) samtidig med at der arbejdes med to forskellige valutaer. Umiddelbart er der således tale om ganske store forskelligheder mellem fusionsparterne.

Processen, der førte frem til fusionen, var særdeles langvarig og baserede sig på en gradvis opbygning af tillid mellem parterne over en årrække. Herigennem blev der så mulighed for at gennemføre fusionen.

Campina, som nu er en del af FrieslandCampina, gennemførte i 2001 dels en fusion med tyske Milchwerke Köln/Wuppertal co-operative og dels en fusion med belgiske Verbroedering co-operative. Disse fusioner havde karakter af at Campina som storebror i fusionerne blev den dominerende partner, men således at Campina, og nu FrieslandCampina, blev et internationale andelsselskab med andelshavere i Holland såvel som i Belgien og Tyskland.

Forud for den tyske fusion var der allerede i 1997 etableret et joint venture mellem Campina og den tyske partner, hvilket har banet vej for fusionen. Allerede i 1993 havde Campina overtaget det tyske Südmilch og havde dermed allerede en betydende tilstedeværelse i Tyskland.

På tilsvarende måde havde Campina allerede i 1991 gennem opkøb af Comelco etableret en tilstedeværelse i Belgien.

Generelt betragtet er fusionsvejen ikke særligt anvendt i forbindelse med andelsvirksomhedernes internationalisering.

I 2004/05 blev det forsøgt at fusionere Campina med Arla. Forsøget på fusion var resultatet af langvarige forhandlinger i flere omgange mellem parterne over en ca. 5 årig periode hvilket førte frem til en annoncering af en fusion i december 2004. Efterfølgende opstod der så store uoverensstemmelser mellem parterne, at fusionen på trods af store forventede fordele faldt på jorden. Grundlæggende var der visse uoverensstemmelser omkring værdifastsættelser og dermed fordeling af fusionsgevinsten. Samtidig hermed opstod der mellem parterne en situation præget af manglende tillid til hinanden. Denne samlede uoverensstemmelse, som nok også havde basis i parternes forskellige nationaliteter, medførte at den iøvrigt hensigtsmæssige fusion ikke blev til noget. En af de betydende knaster i forbindelse med etableringen af fusionen var iøvrigt forskellighederne i egenkapitalens fordeling på andelshaverne, hvor Arla idet væsentlige ikke har personlige konti, hvilket derimod var tilfældet i Campina.

Set udefra, og vurderet ud fra store nationale fusioner af andelsvirksomheder, og specielt ud fra fusionsprocessen mellem MD-Foods og ARLA, synes en af de væsentlige årsager til sammenbruddet at være manglende opbygning af tillid og commitment mellem parterne forud for den egentlige fusionsproces. Man har ganske enkelt presset for hårdt på for at få etableret fusionen, hvilket efterfølgende gav bagslag.

Resultatet af sammenbruddet af fusionen var således at den samlede andelshavergruppe bag de to selskaber sagde farvel til en fusionsgevinst, som var beregnet til 1 mia. kr. på årsbasis.

Efterfølgende skete der en national fusion mellem de to hollandske andelsselskaber Campina og Friesland. Denne fusion, som er af samme størrelsesorden som en fusion mellem Campina og ARLA ville have været, og med en tilsvarende forventet fusionsgevinst, blev effektiv fra 2008.

Umiddelbart synes der at skulle være en række forudsætninger til stede for at muliggøre en internationalisering gennem fusion af andelsselskaber af forskellig nationalitet.

- Der skal være helt øjensynlige fordele for fusionsvirksomhederne ved at gennemføre en fusion.
- Der skal ikke være nationale muligheder for den enkelte fusionspartner, som er attraktiv sammenlignet med en international fusion.
- Der må ikke være uoverskuelige hindringer knyttet til konkurrencereglerne som umuliggør en fusion.
- Der må formentlig ikke være for store kulturelle forskelle mellem de lande, som er involveret, herunder forskelle i virksomhedskulturen.
- Der er behov for en lang indledende fase, hvor der opbygges en betydelig grad af tillid mellem nøglepersonerne i fusionsvirksomhederne.
- Der er behov for at gennemføre dybtgående forhandlinger, som tager højde for de allerfleste stridspunkter, inden der lægges op til iværksættelse af godkendelsesprocedurer i fusionsvirksomhederne og dermed offentliggørelse.

Med Arla som eksempel kan der opstilles følgende fusionsmuligheder opdelt i tre forskellige grupperinger.

#### **4.2.1. Store internationale fusionspartnere**

Umiddelbart kan der opnås meget store fordele ved en fusionering med et af de største internationalt opererende andelsselskaber, nemlig Fonterra eller FrieslandCampina. Internationalt er der tale om en række overlapninger mellem disse virksomheder og Arla, men der er også tale om en geografisk supplerende virksomhederne imellem.

Virksomhederne er hver især karakteriseret ved at have været igennem betydelige omstruktureringer og ændringer på ledelsesplan, og burde derigennem være relativt fleksible i deres tilgang til verden. Samtidig med at virksomhederne er af stor national betydning, er de også af en størrelse, hvor den enkelte andelshaver næppe har irrationelle relationer til virksomhederne.

Der er derfor grundlag for at igangsætte en indledende proces i retning af at gøre sig fortrolige med hinanden, således at der over tid kan etableres en enighed omkring mulighederne i forbindelse med en fusion.

Med Arlas erfaringer fra fusionsprocessen mellem MD-Foods og Svenske Arla synes det naturligt at Arla kan være initiativtager til en sådan proces. Umiddelbart møde nøglepersoner fra disse virksomheder vel i forbindelse med internationale møder o.l. således at der er god anledning til at se hinanden an.

#### **4.2.2. Nationalt dominerende fusionspartnere**

Næste gruppe af mulige fusionspartnere er andelsvirksomheder som nationalt har opnået en dominerende stilling, og derfor ikke har flere nationale muligheder for fusion og dertil knyttet strukturrationalisering.

Disse virksomheder er f.eks. finske Valio og norske Tine og måske Emmi fra Schweiz. En fusion med enhver af disse virksomheder vil kunne medføre en række fusionsgevinster af udviklingsmæssig og administrativ karakter.

I relation til disse virksomheder, som er betydeligt mindre end Arla kan det være af betydning at Arla er dansk/svensk og at både Valio og Tine vil have nogenlunde samme størrelse som den svenske del af Arla. Der vil således kunne være tale om et partnerskab mellem tre forskellige enheder af nogenlunde samme størrelsesorden.

Igen synes det naturligt at Arla med sin samlede placering i mejeribruget holder sig disse muligheder for øje, og aktivt søger at etablere relationer til disse virksomheder.

#### **4.2.3. Mindre nationale fusionspartnere.**

I forbindelse med Arlas målsætninger om at kunne placere sig centralt i en række nærmarkeder kan der være god mening i at søge fusion med betydende spillere i disse markeder. Specielt kan der peges på det tyske og det engelske marked.

På det tyske marked er der en række betydelige andelsvirksomheder som f.eks. Humana og Nordmilch som vil kunne være et særdeles betydningsfuldt brohovede i forbindelse med en udbygning af den tyske tilstedeværelse. For at en fusion med Arla vil være at foretrække for disse virksomheder, må der være et betydeligt økonomisk incitament. Sammenholdt med en national fusion vil der da også kunne være en betydelig merværdi ved at Arla opnår en mere central placering i markedet, og en del af denne merværdi må så komme den tyske partner tilgode i det mindste i en overgangsfase.

På tilsvarende måde vil en fusion med en irsk mejerivirksomhed f.eks. Dairygold dels være af betydning for en placering på det irske marked, men i særdeleshed i relation til den omfattende engelske satsning, som Arla er involveret i. Gennem samkøring af de to virksomheders aktiviteter i UK må det anses for sandsynligt, at der vil kunne opnås væsentlige fusionsgevinster.

#### **4.2.4. Perspektivering**

Med udgangspunkt i ovenstående betragtninger synes der at være god mening i at Arla systematisk analyserer og vurderer mulighederne i forbindelse med internationale fusioner på alle tre planer skitseret ovenfor. Der er næppe tvivl om at gennemførelse af betydende fusioner vil medvirke til at Arla vil opnå bedre og bedre muligheder på dette område. Succes avler succes.

Det andet perspektiv i fusionerne er at der ikke er behov for væsentlig tilførsel af kapital i forbindelse hermed, idet de enkelte virksomheder allerede har et egenkapitalgrundlag, som kommer til at indgå i den fusionerede virksomhed.

### **4.3. *Internationalisering baseret på sekundære andelsselskaber eller samarbejde***

I en række tilfælde forekommer der internationalisering gennem samarbejde omkring særlige aktiviteter. På en række områder kan der være fordele ved et udbygget samarbejde med andre virksomheder. Der synes ikke at være en speciel præference for at sådanne samarbejder etableres med andre andelsselskaber. I det følgende vil skitseres en række af samarbejder i mejerisektoren.

#### **4.3.1. Fonterra**

Fonterra har etableret et samarbejde med Nestlé omkring mejeriproduktion i Sydamerika baseret på et 50/50 ejet holdingselskab på Bermuda. Dette selskab er aktivt i en række sydamerikanske lande og har en indvejning af størrelsesordenen 3 mia. kg. mælk på årsbasis. Fonterra betragter ikke dette selskab som en del af koncernen, idet der ikke foreligger bestemmende indflydelse. Umiddelbart må aktiviteten i det væsentlige betragtes som en kapitalinvestering fra Fonterras side, men det må formodes at der er visse synergieffekter i forbindelse med engagementet. Der foreligger således en betydende belastning af Fonterras finansielle ressourcer, men det skal iøvrigt bemærkes, at virksomheden formentlig i stor grad er selvfinansierende. Det er vanskeligt ud fra foreliggende materiale at få et nøje overblik over disse forhold. Generelt skal det iøvrigt bemærkes at Fonterra, f.eks. i Australien har overtaget en række aktiviteter fra Nestlé, som har ønsket at trække sig ud af basismejeriproduktionen.

Udover dette arrangement er Fonterra også engageret med en 37% andel i en kinesisk mejerivirksomhed, som må anses for at være tættere knyttet til Fonterras øvrige aktiviteter i Kina og det fjerne østen. Der er her basis for såvel basis for kommercielt samarbejde som teknisk samarbejde til gensidig fordel mellem partnerne.

Fonterra har tidligere haft et fælles selskab med Arla omkring markedsføring af smør fra New Zealand på det europæiske marked, specielt det engelske marked, men dette selskab er efterfølgende overtaget af Arla, som fortsætter markedsføringen på europæisk plan. F.eks. kan man i danske butikker finde New Zealandsk smør pakket på et af Arlas mejerier.

#### **4.3.2. Arla**

Arla har etableret en række samarbejder omkring udnyttelse af valle til fremstilling af valleproteinprodukter og i relation hertil lactose. Dels har man etableret et samarbejde med Norske Tine, som dels omfatter teknologi, men også afsætning af produktionen. Man kan her tale om

teknologitransfer og overførsel af kommercielt know how, hvorimod der ikke fra Arlas side foretages investering i tekniske anlæg. Et samarbejde af denne karakter udvider Arlas produktmæssige kapacitet uden at der i forbindelse hermed sker en belastning af virksomhedens finansielle ressourcer

Arla har også engageret sig i samarbejder med andre virksomheder som Biolac i Tyskland, samarbejde med Milchtrocknung Südhanover omkring forædling af valle, Euroserum i Frankrig og Sancor i Argentina. Disse aktiviteter har medført medfinansiering fra Arlas side, og er iøvrigt karakteriseret ved at være væsentlige aktiviteter i Arlas ingredienssektor, som ikke har adgang til tilstrækkelig forsyning af valle indefra.

Et andet eksempel er samarbejdet mellem Arla og Nordzucker omkring tagatose. Projektet indebar et samarbejde omkring markedsføring og eventuelt produktion af tagatose, som er et lavkalorieholdigt sukkerprodukt baseret på lactose. Selvom der blev investeret store beløb i godkendelser af produktet og udvikling var den samlede forretningscase ikke tilstrækkelig attraktiv, og projektet blev derefter stoppet. Samarbejdet med Nordzucker medførte en fordeling af risikoen på projektet, som desværre blev aktuel, men som medførte en reduktion i Arlas samlede tab på projektet.

Udover disse aktiviteter er Arla også engageret i et joint venture i Kina og i Saudi Arabien. Disse aktiviteter har er udover at være lokale produktionsvirksomheder også et væsentligt markedsføringsmæssigt element i forbindelse med at placere Arlas eksportproduktion på disse markeder.

### **4.3.3. Sodiaal**

Det franske mejeriselskab Sodiaal er et eksempel på at en virksomhed som gennem udviklingen af friskvareprodukter under mærket Yoplait gennem en årrække etablerede dels en egenproduktion på enkelte markeder og dels indgik licensaftaler på en lang række markeder. Grundlæggende blev virksomhedens teknologiske, produktmæssige og markedsføringsmæssige know how stillet til rådighed for samarbejdspartnere mod betaling af en afgift til Sodiaal.

Som følge af finansielle problemer i virksomheden blev Yoplait udskilt og etableret som et aktieselskab med en kapitalpartner som 50% ejer, men management forblev i betydelig udstrækning hos Sodiaal. Der er altså her tale om at Sodiaal gennem en årrække har udviklet et forretningskoncept og omfang, som så efterfølgende kunne sælges, med henblik på en yderligere internationalisering af aktiviteterne, uden at dette medførte belastninger på virksomhedens finansielle ressourcer. Tværtimod kapitaliseredes aktiviteterne gennem et salg som indbragte Sodiaal et betydeligt, men ikke offentliggjort beløb til konsolidering af virksomheden. Forholdene i Yoplait efter det delvise salg behandles nedenfor i afsnittet om kapitalbaseret internationalisering.

Sodiaal deltager iøvrigt i en række samarbejder med private virksomheder indenfor den franske mejeribranche, såsom Bongrain og Entremont Alliance.

#### **4.3.4. Perspektivering**

Andelsvirksomhedernes engagement i forskellige former for samarbejder synes ikke at være særligt udbredt. Umiddelbart synes der at være en række muligheder, for at etablere denne form for samarbejder, men det kræver naturligvis en betydeligt ressourceindsats at identificere rimelige samarbejdspartnere, samtidig med at der generelt også vil være en betydelig finansiel belastning.

Samarbejde mellem de store andelsselskaber synes ikke af finde sted i noget større omfang. Der burde dog være gode muligheder herfor, når der henses til nogle af de paralelforløb som virksomhederne er engageret i.

Specielt synes der at kunne være gode samarbejdsmuligheder i Kina hvor såvel Fonterra som Arla og FrieslandCampina er ved at foretage en stor satsning. Konkurrencemæssigt vil der vel næppe være de helt store konfliktmuligheder mellem virksomhederne, hvorimod det er let at forestille sig betydelige stordriftsfordele ved etablering af et fælles selskab til varetagelse af aktiviteterne. Herigennem ville der være mulighed for at den finansielle belastning på parterne kunne reduceres noget, samtidig med at afkastmulighederne må formodes at blive bedre.

Indenfor ingredienssetoren synes der egentligt også at være gode muligheder for samarbejde mellem disse virksomheder, som hver især nok er betydende spillere i sektoren, men hvor en samling af aktiviteterne i et fælles setup formentligt kunne medføre ganske store rationaliseringsgevinster og en samlet bedre markedssituation en parterne har hver især. Et sådant samarbejde kunne i realiteten etableres som et sekundært andelsselskab, men juridiske vanskeligheder vil måske gøre det mere hensigtsmæssigt at den formelle selskabsdannelse vil være i form af et fælles aktieselskab.

Der synes at være en række ikke anvendte samarbejdsmuligheder mellem andelsselskaberne, som ved nøjere undersøgelser kunne være såvel driftsmæssige som kappitalmæssige hensigtsmæssige samarbejdsstrukturer.

#### **4.4. *Gearing som basis for internationalisering***

Gearing, som basis for internationalisering, er grundlæggende at andelsselskabets medlemmer udover at have det økonomiske ansvar for forarbejdning, forædling og markedsføring af eget råvaregrundlag også påtager sig forpligtelser og dertil knyttede rettigheder i forbindelse med håndtering af et væsentligt større råvaregrundlag.

Gearingen kan grundlæggende betragtes som en finansiel investering i virksomheder med samme råvarer som andelsselskabet. Dette forhold medfører naturligvis, at man beskæftiger sig med et forretningsområde, som man i kraft af aktiviteterne baseret på egne råvarer, har en særlig ekspertise i at drive.

Da der i mange situationer yderligere vil være tale om markedsmæssige synergieffekter, må det være forventeligt at der kan opnås et bedre afkast af investeringerne, end andre aktører vil kunne opnå.

Gearingen er naturligvis afhængig af at andelsvirksomhederne er i stand til at opnå et tilstrækkeligt finansielt beredskab, således at der er finansiel basis for at foretage investeringerne. I denne

forbindelse bliver forholdet mellem andelshaverne og andelsselskabet af afgørende betydning. Det skal ganske enkelt være muligt at få andelshaverne til at stille tilstrækkelig ansvarlig kapital til rådighed for andelsvirksomheden. Der skal i forbindelse hermed henvises til afsnit 3.1 ovenfor.

Det forventede afkast af investeringerne, skal for at give mening for andelshaverne, være højere end det afkast andelshaverne selv kan opnå, enten ved investering i egen virksomhed, eller ved andre former for investering. Der skal også i denne forbindelse være en rimelig risikopræmie knyttet til investeringen.

På nuværende tidspunkt positionerer en del andelsselskaber sig med henblik på vækst og internationalisering baseret på gearing. For mejeriselskaberne FrieslandCampina og Arla er denne positionering formelt fastlagt i længerevarende konsolideringsplaner, hvorimod Fonterra ikke arbejder med sådanne fastlagte konsolideringsplaner, men derimod tager stilling til den hensigtsmæssige konsolidering år for år.

For slagteriselskabet Danish Crown arbejdes der vel principielt i retning af internationalisering på basis af tilførsel af fremmedkapital, men aktuelt arbejdes der med opkøb baseret på gearing af aktiviteterne.

Selvom der i mejeriselskaberne arbejdes med en væsentlig konsolidering gennem afregningen til andelshaverne, og der faktisk er tale om betydelige beløb i denne forbindelse, er der dog ret snævre grænser for muligheder for vækst gennem internationalisering baseret herpå.

Gearing som basis for internationalisering er iøvrigt karakteriseret ved at andelshaverne gennem deres valgte organer fortsat har den fulde kontrol med aktiviteterne, og der opstår derfor heller ikke interessekonflikter heromkring. Derimod vil der være almindelige handelsmæssige interessekonflikter omkring prisdannelsen på råvarer.

Nedenfor redegøres der for konsolideringsmodellerne for FrieslandCampina og Arla.

#### **4.4.1. FrieslandCampinas konsolideringsmodel og vækststrategi**

Basis for FrieslandCampinas konsolideringsmodel er en garanteret mælkepris baseret på mælkeprisen hos 12 tyske mejerier, Arlas mælkepris, 3 hollandske mejeriers mælkepris og mælkeprisen hos Milcobel i Belgien. Basisprisen er således et udtryk for hvad producenter til andre mejerier i omgivelserne i bred forstand er i stand til at betale.

Virksomhedens overskud udover basisprisen fordeles så med 25% som efterbetaling til andelshaverne, 15% placeres som medlemskapital fordelt på personlige konti og 60 % tilbageholdes i virksomheden som ufordelt egenkapital.

Denne model foreslås ændret fra 2011, således at at 30% anvendes til efterbetaling, 20% placeres som medlemskapital fordelt på personlige konti og 50% tilbageholdes i virksomheden som ufordelt egenkapital.

Samtidig sker der mindre ændringer i fastlæggelsen af basisprisen, ligesom forrentningen af medlemskapital hæves en smule.

Konsolideringsmodellen evalueres og tilpasses for treårige perioder af gangen, således at der er en ret langsigtet sikkerhed for konsolideringen af virksomheden.

FrieslandCampinas vækststrategi indebærer worldwide vækst i mælkebaserede drikkevarer, mærkevareost og babyfood ingredienser gennem salg af mærkevareprodukter i flere og flere europæiske, asiatiske og afrikanske lande.

På produktområdet for catering, til hotel industrien, bagerier og den professionelle food service industri planlægges vækst gennem en udvidelse af produktsortimentet og udvidelse af markedsområdet i Europa.

Selskabet ønsker at skabe worldwide vækst gennem leverancer til fødevarerindustrien ved at udvikle specifikke ingredienser i samarbejde med industrien. Dette medfører et skifte fra produktion og salg af mælkepulver og vallepulver til salg af mere specialiserede produkter.

Strategien indebærer endvidere muligheden for at foretage opkøb af andre mejerivirksomheder.

Virksomheden er interesseret i at udnytte mulighederne for et mere aktivt samarbejde gennem hele mejeriforsyningskæden, både for så vidt angår produkter som bæredygtig produktion. Den andelsbaserede tilgangsvinkel, som strækker sig fra mælkeproducenterne, gennem virksomheden og ud til kunderne, sikrer at man kan garantere kvaliteten af de produkter som forbrugere og kunder køber, og gør det muligt at differentiere virksomheden på produkter og bæredygtighed.

FrieslandCampinas vækststrategi frem til 2020 baserer sig på en forventning om en stigning i salgsvolumen på i gennemsnit på 5% pr. år, og forventes at føre til yderligere forbedringer i selskabets resultater, med en større grad af forædling og et stærkt focus på effektivisering.

Strategien forventes at medføre en højere mælkepris til andelshaverne, og det påregnes at vækststrategien finansieres over selskabets indtjening, og dermed af andelshaverne.

#### **4.4.2. Arlas konsolideringsmodel og vækststrategi**

I modsætning til FrieslandCampinas konsolideringsmodel baserer den netop vedtagne konsolideringsmodel sig på en fast procentdel af den såkaldte Arla pris som er et udtryk for den samlede værdi, der er til rådighed for andelshaverne. Frem til 2015 vil konsolideringen udgøre 4,5% af Arla prisen hvilket frem til 2015 vil konsolidere virksomheden med mellem 4 og 4,5 mia. kr. Konsolideringen vil blive fordelt med 1/3 på personlige konti og 2/3 som generel konsolidering. Egenkapitalen i virksomheden vil med denne konsolidering blive ca. 13 mia. kr.

Konsolideringen gennemføres med henblik på fremover at kunne betale en højere mælkepris. Efter oplysninger fra selskabets direktør regnes der med at investeringerne vil give et afkast på mellem 13 og 23% p.a.

Konsolideringsmodellen over den 5 årige periode giver virksomheden et sikkert grundlag for investeringer i fremtidig vækst, og skal danne basis for af virksomhedens vækstplan, som indebærer næsten en fordobling af omsætningen over perioden.

Arla ønsker gennem vækstplanen at udvide kernemarkederne Storbritannien, Danmark, Sverige, Finland og Holland med Tyskland som et nyt kernemarked.

Gennem focus på investeringer i en stærk platform for vækst, fuld udrulning på ledende produktkategorier og øget vækst gennem fusioner og opkøb styrkes aktiviteterne i vækstmarkederne Rusland, Polen, USA, Kina, Mellemøsten og Nordafrika.

På værdimarkederne Canada, Spanien, Grækenland, Brasilien, Norge og øvrige eksportmarkeder, er focus på maksimering af profit og at flytte salg fra industriprodukter til værdiforædlede produkter, fuld udrulning på ledende produktkategorier og videre udvikling sammen med potentielle partnere med fælles interesser.

I Arlas strategiplan indgår der opbygning af tre globale brands.

- Arla Closer to Nature, som skal være brand for såvel virksomheden generelt, som generelt mærke i alle produktkategorier.
- Lurpak, som skal være det førende brand for smør og smørbare blandingsprodukter
- Castello, som skal være et førsteklases ostebrand på verdensplan.

Opbygning af globale brands kræver betydelige investeringer over en længere årrække.

Strategiplanen indeholder også store investeringer i produktudvikling, med henblik på hele tiden at have en optimal produktpalet.

Endeligt indebærer strategiplanen en betydelig satsning på valleproteiner, hvor hensigten er at Arla skal være globalt markedsledende. En af de begrænsende faktorer i denne forbindelse er tilgangen til valle, idet nuværende ressourcer er fuldt udnyttede. Der satses på at etablere samarbejder med osteproduktionsvirksomheder primært i USA og i Europa med henblik på udnyttelse af valle.

Selvom der er tale om en betydelig konsolidering i virksomheden synes der at være behov for anvendelse af en række yderligere tiltag, idet en fordobling af omsætningen basere på en 50% udvidelse af den ansvarlige kapital synes særdeles ambitiøst.

#### **4.4.3. Perspektivering.**

Selvom der for mejerivirksomhedernes vedkommende er tale om særdeles ambitiøse vækstplaner, som formentligt går meget tæt på grænsen for, hvad der er mulighed for på gearingsbasis, og planernes gennemførelse vil bringe virksomhederne op i top 5 af verdens mejerivirksomheder vil der for såvel Arla som FrieslandCampina højst være tale om en global markedsandel på omkring 2,5%. Dette skal sammenholdes med Nestlés markedsandel på omkring 4,5%. Derimod vil virksomhederne opnå en samme størrelse som Lactalis og Danone, dog naturligvis under forudsætning af at disse virksomheder står stille i perioden, hvilket næppe er sandsynligt.

For at stille disse globale markedsandele i perspektiv skal det bemærkes at Carlsberg har en global markedsandel på omkring 7,5% og verdens største bryggerigruppe Inbev har en global

markedsandel på godt 21%. De fem største bryggerigrupper har en samlet markedsandel globalt på over 50%.

Set i relation hertil er mejeriindustrien langt mere fragmenteret og uden en enkelt virksomhed med en ledende global markedsfølsig placering. Det skal dog i forbindelse hermed også bemærkes at den globale mejeriindustri omsætter omkring fire gange så meget som den globale ølindustri.

Der er således fortsat tale om at andelsmejeriindustrien selv med vækstplaner af denne størrelse næppe når en ledende markedsfølsig stilling globalt. Der skal helt enkelt skabes basis for en langt større konsolidering i branchen, før dette opnås og vel at mærke baseret på andelsvirksomhederne.

#### **4.5. Kapitalbaseret internationalisering**

Som det fremgår af ovenstående afsnit er der væsentlige finansielle begrænsninger for etablering af omfattende vækst baseret på fusioner, samarbejder og gearing af andelsselskabernes aktiviteter. Dette forhold har medført en betydelig interesse for at kunne tiltrække ansvarlig kapital udefra til andelsselskaberne, samtidig med at andelshaverne kan bevare deres position som den centrale interessent i aktiviteterne.

Grundlæggende er der en væsentlig interessekonflikt indbygget i en konstruktion, hvor andelshaverne ønsker at bevare den bestemmende indflydelse, samtidig med at udefra kommende investorer skal bære en forholdsmæssig risiko.

Interessekonflikten baserer sig på at andelshaverne gennem deres leverancer har en meget stor samhandel med andelsselskabet, og hvis de har den bestemmende indflydelse er der, på trods af alle regler en betydelig risiko for at de vil tilgodesee sig selv på bekostning af andre investorer.

Der er mange eksempler på at aktieselskaber er etableret på et grundlag, hvor en hovedaktionær, f.eks i et børsnoteret selskab har den absolutte indflydelse, og hvor dette ikke medfører væsentlige interessekonflikter. Man kan bare tænke på OMX C20 virksomheder som A.P.Møller-Mærsk, Carlsberg Coloplast, Lundbeck, Novo Nordisk Novozymes, Tryg og William Demant. Faktisk er der tale om at 8 af de største 20 aktier på Københavns Fondsbørs (OMX) falder i denne kategori. Når disse virksomheders forhold ikke giver anledning til interessekonflikter, skyldes det at alle aktionærer i det væsentlige har samme interesse i at opnå så gode resultater som muligt af aktiviteterne, og der normalt ikke er væsentlige samhandelsrelationer mellem aktionærer og selskab. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at der er specificerede krav i regnskabslovgivningen om at samhandelsrelationer mellem aktionærer og ledelse med selskabet skal oplyses, således at disse relationer kommer til aktionærernes kundskab. Beslutningsstrukturen i disse virksomheder er ikke til hinder for at institutionelle investorer som pensionskasser, Lønmodtagernes Dyrtdisfond og ATP investerer endog meget store beløb i disse virksomheder. Også udenlandske institutionelle investorer investerer i disse virksomheder.

Der er en række eksempler fra mejerisektoren på at andelsvirksomhedernes internationalisering af aktiviteterne er finansieret gennem forskellige selskabsdannelser og med forskellige resultater for de involverede parter. En række af disse relationer fremgår af nedenstående beskrivelser.

### 4.5.1. Arla

Arla/MD-Food har i to omgange etableret samarbejde med eksterne finansieringskilder for at kunne ekspandere aktiviteterne primært i Storbritanien.

Allerede i 1989 etableredes selskabet MD-Foods International i samarbejde med danske institutionelle investorer. Med et samlet ansvarligt kapitalgrundlag på 1 mia. kr. hvoraf de institutionelle investorer tilførte 650 mio. kr. og mejeribrugene 350 mio. kr. sikrede aftaler MD-Foods dominerende stilling i selskabet, idet selskabet fungerede som en division i MD-Foods. MD-Foods international foretog efter etableringen en række opkøb af mejerivirksomheder i Storbritanien, og nåede i begyndelsen af 1990-erne en markedsandel for konsummælk på omkring 10%. Der var et behov for store investeringer i virksomheden for at opgradere produktionssystemerne til at kunne imødegå detailhandelens behov, og dermed også bringe produktionssystemerne på højde med konkurrenternes, og også større investeringer end det var forudset.

Det blev i midten af 1990-erne klart, at der var behov for yderligere ansvarlig kapital, for at kunne drive virksomheden videre. Imidlertid var det ikke muligt at få den eksisterende aktionærkreds til at indskyde ny kapital, og der fremkom en særdeles alvorlig interessekonflikt mellem MD-Foods og de øvrige aktionærer i selskabet. Dette forhold blev en væsentlig belastning for MD-Foods over de kommende år. Der blev ført endeløse forhandlinger med såvel de institutionelle investorer som med tilknyttede banker. Helt grundlæggende var det øvrige parters opfattelse at MD-Foods som toneangivende aktionær skulle sikre i det mindste bankernes udlån til MD-Foods International. Denne forpligtelse var MD-Foods ikke villig til at påtage sig, og det var vel også et stort spørgsmål om MD-Foods ville være i stand til at få andelshavernes accept heraf.

Konstruktionens egentlige formål var jo at sikre risikovillig kapital udenfor andelsselskabet til den internationale ekspansion, og på dette grundlag måtte investorerne sande, at det netop var risikovillig kapital de havde stillet til rådighed.

I 1997 blev et forslag til rekonstruktion gennem nedskrivning af aktiekapitalen med 50% og tilførsel af ny aktiekapital skudt i sæk og selskabets finansielle situation nærmede sig det livstruende.

I 1998 gennemførtes der så en rekonstruktion, som i realiteten indebar at MD-Foods overtog MD-Foods-International med hjælp fra de danske hovedbanker. Resultatet af hele udviklingen var at de institutionelle investorer i det alt væsentlige mistede deres investering og dermed ikke blev en del af løsningen, som iøvrigt over de efterfølgende år udviklede sig meget positivt. Selvom hele processen med at bringe de institutionelle investorer ind i virksomheden således fik en langsigtet positiv virkning for MD-Foods, skete dette med store ulemper relateret til virksomhedens relationer til betydelige dele af den finansielle sektor.

Set i relation til mulighederne for at engagere institutionelle investorer i andelsvirksomhedernes investeringer medførte det samlede forløb, at der efterfølgende har været meget lille interesse fra de institutionelle investorer i at investere ansvarlig kapital i tilknytning til landbrugets andelsvirksomheder.

Denne negative tendens blev iøvrigt underbygget af, at den anden store satsning fra disse investorers side, nemlig Tulip International heller ikke på nogen måde udviklede sig i overensstemmelse med forventningerne.

Efter årelange kontakter og forhandlinger mellem Express Dairies og Arla blev en fusion mellem Arlas engelske selskab og Express Dairies en kendsgerning i oktober 2003. Den grundlæggende struktur i fusionen blev at Arla fik 51% af aktiekapitalen og den resterende aktiekapital var fordelt på omkring 20.000 aktionærer. Det fusionerede selskab blev noteret på børsen i London under navnet Arla Food UK plc.

Fra Arlas vedkommende blev aktieandelen på 51% opnået baseret på en vurdering af det engelske selskab til ca. 1.150 mio. kr. samt et kontant indskud på 320 mio. kr. Den samlede værdi af Express Dairies blev således i transaktionen fastsat til ca. 1,4 mia. kr. og værdien af det fusionerede selskab ca. 2,9 mia. kr.

Gennem transaktionen blev Arla således hovedaktionær i virksomheden, samtidig med at øvrige aktionærer fortsat bar 49% af risikoen ved selskabets aktiviteter. Umiddelbart synes denne konstruktion at leve op til Arlas ønsker om at have den bestemmende indflydelse, samtidig med at en væsentlig del af den økonomiske risiko blev båret af øvrige aktionærer.

Imidlertid var virkeligheden en anden. Selvom Arla havde majoriteten på selskabets generalforsamling kunne denne majoritet i praksis ikke bruges i relation til virksomhedens ledelse, idet Arla efter de indgåede aftaler ikke havde majoritet i bestyrelsen. Der opstod i forbindelse hermed væsentlige konflikter omkring selskabets ledelse, hvor den engelske del af bestyrelse og ledelse benyttede sin position til, på forskellig måde at modarbejde hvad Arla så som sine vitale interesser i virksomheden.

Strukturen som et børsnoteret aktieselskab, med de krav om information og hensyntagen til aktiekursernes udvikling, fik efter Arlas opfattelse en alt for stor opmærksomhed, samtidig med at den interne udvikling af virksomheden blev skubbet i baggrunden. Herunder opstod der også stor uenighed om personplaceringerne i virksomheden. Der var således ikke kun tale om, at samarbejdet i og omkring virksomheden ikke fungerede optimalt, men også om at virksomhedens drift led under disse problemer.

Endnu engang viste det sig at udvidelse af aktiviteterne baseret på eksterne investorer var en tornefuld vej. Imidlertid hindrede problemerne ikke virksomhedens endog særdeles gode udvikling, og der var derfor heller ikke tvivl om at såvel de eksterne investorer som Arla havde gjort en god forretning ved at etablere samarbejdet.

Imidlertid betragtede Arla ikke den etablerede struktur som fordelagtig på langsigt, og i 2007 overtog Arla derfor den resterende aktiekapital i virksomheden til en pris af ca. 2,4 mia. kr. Herefter indgår virksomheden 100% i Arla, og gennem personudskiftninger i ledelsen m.v. er der nu etableret en optimal integration mellem Arla og det engelske selskab.

For de eksterne aktionærer har transaktionerne medført at aktier, som i 2003 blev vurderet til en værdi på 1,4 mia. kr. i 2007 blev afhændet for 2,4 mia. kr. Så de eksterne aktionærer har opnået et særdeles godt afkast af deres investering over denne periode.

Tilsvarende kan man sige at Arla gennem transaktionerne har betalt en ret høj pris for at reducere sin risiko, men transaktionerne har til gengæld været af væsentlig betydning for, at etableringen af den ledende position på det mejerimarkedet i Storbritanien, kunne lade sig gøre.

Den eksterne deltagelse med ansvarlig kapital viste sig imidlertid ikke at være holdbar, og de samlede aktiviteter i Storbritanien er nu finansieret som en gearing baseret på råvaremængden. Grundlæggende synes et af de væsentlige problemer i samarbejdet med eksterne investorer at være kulturelt betinget i betydelig grad. Der var ganske enkelt en for stor distance mellem det landsmandsejede moderselskab og de eksterne aktionærer.

#### **4.5.2. Sodiaal**

Sodiaals transaktion med PAI Partners i 2002 medførte et 50/50 ejerskab af virksomheden Yoplait. Formålet med transaktionen var at udnytte styrken og den globale tilstedeværelse af mærket Yoplait i markedet for ferske mejeriprodukter. Kapitalstrukturen skulle medføre en styrkelse af Yoplait's muligheder for vækst gennem produktudvikling og forskellige markedsføringsinitiativer.

Yoplait's omsætning i alle salgskanaler var i 2002 af størrelsesordenen 2 mia. EURO og det var parternes intention at udnytte et forventet udviklingspotentiale til fremtidig vækst og økonomisk vinding. Yoplait var repræsenteret på 50 markeder world wide og den næststørste aktør på markedet for yogurt og friske mejeriprodukter efter Danone. Det var parternes intention at foretage en børsnotering i løbet af få år, men dette har man indtil nu ikke anset for hensigtsmæssigt.

Over den otte årige periode, der er forløbet siden, har Yoplait sikret sig repræsentation på 70 markeder, og omsætningen er steget til 3,8 mia. EURO i alle salgskanaler baseret på konsumentpriser. Den globale markedsandel er af størrelsesordenen 9%. Udviklingen i virksomheden har helt øjensynligt ikke levet op til parternes forventninger. Senest forlyder det i markedet, at PAI Partners ønsker at afhænde deres andel af Yoplait. Efter forlydenderne er værdien af den samlede virksomhed af størrelsesordenen 1,2 mia. EURO, hvilket kun er en svag stigning i forhold til at Yoplait formentligt blev værdisat til omkring 1 mia. EURO ved transaktionen i 2002.

Der er ikke noget der tyder på at Sodiaal ønsker, og er i stand til at købe PAI Partners ud af Yoplait, derimod synes det ikke at være usandsynligt at Sodiaal vil være villige til at afhænde yderligere andele af Yoplait under de rette omstændigheder.

Det generelle billede, der fremkommer, er at det ikke har været en udelt succes for nogen af parterne at engagere sig i det foreliggende samarbejde. Det er ikke muligt ud fra foreliggende materiale at se årsagerne hertil.

For Sodiaals vedkommende er der imidlertid næppe tvivl om at det har været en fordel, kun at bære 50% af risikoen for aktiviteterne i den forløbne tid. Selvom udviklingen næppe har levet op til forventningerne er der fortsat muligheder for Sodiaal, i forbindelse med en ændring af ejerstrukturen, at kunne realisere en betydelig indtægt, hvis de ønsker dette. Det forudsætter naturligvis at der er mulighed for at finde en køber til den samlede virksomhed.

Den almindelige opfattelse i den finansielle presse er at Yoplait vil have den største værdi for en industriel køber, som dels vil kunne profitere af virksomhedens stærke position i Frankrig, og

naturligvis også af Yoplait mærkets generelle styrke. Der er imidlertid kun ganske få virksomheder indenfor gruppen af producenter og distributører af friske kølede mejeriprodukter, der har den finansielle styrke til at overtage Yoplait.

Når der henses til de markeder og aktører, hvor Yoplait står stærkest udenfor Frankrig, nemlig Storbritannien og USA kunne man forestille sig et konsortium bestående af f.eks. General Mills i USA (Yoplait samarbejdspartner i USA) og en europæisk mejerivirksomhed, f.eks. franske Lactalis, FrieslandCampina eller Arla som så vil kunne udnytte Yoplait's styrkeområder bedst muligt.

### **4.5.3. Kerrygroup**

Kerrygroup er et eksempel på, at tilførsel af ansvarlig kapital fra kapitalmarkedet har muliggjort en kraftig international vækst gennem såvel opkøb som organisk vækst. Samtidig hermed er der sket en stor spredning af aktiviteterne, således at det oprindelige mejeribaserede andelsselskab, har udviklet sig til en virksomhed, hvor ingredienser og smagsstoffer udgør 2/3 af omsætningen og den tredjedel af omsætningen som er fødevarer også omfatter meget andet end mejeriprodukter.

Der er således ikke mere primært tale om en mejerivirksomhed, men om en bredt baseret virksomhed.

Virksomheden har udviklet sig fra en omsætning i 1984 på omkring 250 mio. EURO til 4,5 mia. EURO i 2009.

Strukturen i udviklingen af virksomhedens kapitalgrundlag var en etablering af et aktieselskab i 1986, hvor alle aktiviteter i andelsvirksomheden blev placeret, samtidig med at hele aktiekapitalen initialt placeredes i andelsvirksomheden. Efterfølgende blev der foretaget en børsnotering og placering af aktier hos leverandører og medarbejderne, således at fordelingen af aktiekapitalen blev 80% hos andelsselskabet, 11% hos medarbejdere og leverandører og 9% hos institutionelle investorer og private. Gennem disse transaktioner blev virksomheden tilført ca. 10 mio. EURO.

Aktiekapitalen bestod herefter af ialt 90.350.000 aktier.

Allerede i 1988 blev aktiekapitalen udvidet, hvilket tilførte virksomheden yderligere ca. 30 mio. EURO. Denne kapitaludvidelse muliggjorde at Kerrygroup i senere i 1988 kunne overtage Beatrime group i USA, og herigennem udvide aktiviteterne meget væsentligt i ingredienssektoren. Efter disse transaktioner var andelsselskabets aktieandel reduceret til ca. 67%.

Gennem udlodninger af aktier i aktieselskabet til medlemmerne i andelsselskabet, og gennem udstedelse af nye aktier blev andelsselskabets aktieandel frem til 2000 reduceret til 37% og er i 2009 yderligere reduceret til 24%.

Kerry Group har over den lange periode fra 1986, hvor aktieselskabet blev dannet og frem til nu været i en særdeles positiv udvikling. Børsværdien af selskabet er i oktober 2010 steget til 4,4 mia. EURO, hvilket betyder at andelsselskabets del af virksomheden har en markedsværdi på omkring 1,1 mia. EURO. Samtidig hermed er der udloddet store beløb gennem overførsel af aktier til andelshaverne i andelsselskabet. Der er således ikke tvivl om at det samlede sæt af transaktioner har

været en stor fordel for andelshaverne, ligesom der heller ikke er tvivl om at investorerne i aktieselskabet har opnået et særdeles tilfredsstillende resultat af deres investeringer.

Et af de meget store spørgsmål, der har præget denne proces hen over hele forløbet er andelshaverens indflydelse og kontrol med selskabet. Langt hen af vejen har andelshaverne, gennem andelselskabet, haft den fulde kontrol med selskabet, men der er over hele perioden sket en erosion af denne indflydelse.

Ved udgangen af 2009 bestod bestyrelsen i selskabet af 15 medlemmer, heraf 4 såkaldte executive directors, som varetager den daglige ledelse af selskabet. Af de resterende 11 bestyrelsesmedlemmer er 7 bestyrelsesmedlemmer i andelsvirksomheden og 4 heraf formanden er uafhængige medlemmer. Der er således opretholdt en meget stor indflydelse, omend ikke kontrol med virksomheden frem til nutiden. Det er således lykkedes at skaffe det tilstrækkelige kapitalgrundlag til virksomhedens vækst og internationalisering samtidig med at det er lykkedes at opretholde en meget betydelig indflydelse for andelsselskabets medlemmer.

Med en indre værdi på 1,3 mia. EURO og en samlet balance på 4,1 mia. EURO er selskabets soliditet ca. 32% og er altså rimelig set i sammenhæng med virksomhedens aktiviteter. Når der imidlertid henses til at aktivsiden indeholder ca. 1,3 mia. EURO som goodwill er der imidlertid ikke tale om en overvældende soliditet. På den anden side er markedsværdien af selskabets aktier mere end tre gange den indre værdi, så markedet må siges at være godt tilfreds med såvel virksomhedens status som dens resultater.

#### **4.5.4. Glanbia.**

Glanbia blev etableret ved en fusion mellem Avonmore Foods og Waterford Foods i 1997. Begge disse virksomheder var i 1987/88 blevet omdannet til aktieselskaber med de grundlæggende andelsselskaber som hovedaktionærer. Ved børsintroduktionen af de to virksomheder, og frem til 1992 blev der tilført ca. 160 mio. EURO som ny aktiekapital.

Andelsselskabernes aktiekapitalandel var i 1992 63,5% for Avonmore og 68,6% for Waterford. Den samlede ejerandel for andelsselskabet bag Glanbia er i 2009 54,6% og andelsselskabet (erne) har således i hele perioden haft majoritet i selskabet.

Den samlede omsætning i de to virksomheder var i 1984 godt 600 mio. EURO. I 2009 var omsætningen 1,8 mia. EURO, svarende til en tredobling af omsætningen over 25 år. Sammenholdt med Kerry Groups omsætningsudvikling som var en attendobling af omsætningen over den samme periode er der tale om en markant mindre vækst.

Glanbia har også i perioden baseret sin vækst i det væsentlige indenfor traditionel mejeridrift, med mere end halvdelen af aktiviteterne baseret i Irland. Den internationale udvikling har koncentreret sig om USA, hvor der er investeret i osteproduktion og i en vis udstrækning i specialprodukter. Glanbia samarbejder med andre virksomheder i et vist omfang, men indenfor det traditionelle arbejdsområde. I 2009 var der en omsætning på 0,3 mia. EURO i denne sektor, hvilket kan lægges til ovenstående omsætning direkte i koncernen.

Glanbias markedsværdi udgør medio oktober 2010 1,0 mia. EURO og selskabets samlede balance er 1,4 mia. EURO og egenkapitalen 0,3 mia. EURO hvilket giver en egenkapitalandel på 21%, hvilket må betragtes som i underkanten for en virksomhed af denne karakter, specielt når good-will og andre imaterielle aktiver samlet udgør 0,32 mia. EURO.

Markedsværdien af aktierne er som det fremgår ovenfor imidlertid godt tre gange selskabets indre værdi, hvilket er af samme størrelsesorden som for Kerry Group.

I Glanbia har spørgsmålet om andelshavernes indflydelse ikke været et væsentligt problem, da majoriteten af aktierne har ligget fast hos andelsselskabet. Dette fremgår også af bestyrelsens sammensætning, hvor der af 18 eksterne bestyrelsesmedlemmer er 15 med landbrugsmæssig baggrund, 2 er egentligt eksterne og 1 bestyrelsesmedlem er en tidligere direktør i selskabet.

Umiddelbart synes kapitalmodellen at have fungeret tilfredsstillende, men der er imidlertid tegn på at strukturen ikke fortsat anses for hensigtsmæssig. Hen over 2010 er der iværksat en proces, som skal opdele virksomheden i de irske aktiviteter og de internationale aktiviteter, således at andelsselskabet overtager de irske aktiviteter, og samtidig bliver minoritetsaktionær med 20% af aktierne i de internationale aktiviteter. Samtidig hermed er det forudsat at andelsselskabet udlodder 10% af aktiekapitalen til de individuelle andelshavere.

Omdannelsen indebærer endvidere at andelsselskabet kun udpeger 2 ud af ialt 7 eksterne bestyrelsesmedlemmer, og dermed opgiver den bestemmende indflydelse.

Fordelene ved transaktionen er ifølge oplægget for Glanbia.

- Der skabes fokus på internationale oste- og specialprodukter
- Forretnings- og beslutningsstrukturen forenkles
- Der skabes større stabilitet i forretningen
- Der opnås en stærkere balance gennem gældsreduktion
- Vækstmulighederne forbedres gennem øget finansiel fleksibilitet

For andelsselskabet er fordelene følgende.

- Der etableres en fokuseret irsk mejeri- og konsumentproduktgruppe
- Forretnings- og beslutningsstrukturen forenkles
- Forbedrer den operationelle og ledelsesmæssige fleksibilitet set i relation til andelshavernes interesser
- Der skabes en velafgrænset virksomhed med en levedygtig omkostningsbase
- Der opnås stigende fleksibilitet til at forfølge udviklingsmuligheder og til at forøge mælkemængden
- Der opnås større muligheder for at lede virksomheden i relation til omgivelserne.

De fordele, der er anført i forbindelse med opsplitningen af virksomheden afspejler naturligvis de ulemper som den samlede gruppe er underlagt. Set i denne sammenhæng må det bemærkes at ulemperne ved den samlede gruppe er betragtelige.

Endeligt skal det bemærkes, at opsplitningen af Glanbia ikke er blevet besluttet, da der ikke kunne opnås et tilstrækkeligt flertal i andelsselskabet for at gennemføre transaktionen på nuværende tidspunkt.

#### **4.5.5. Perspektivering**

Ud fra de fremførte eksempler på kapitalbaseret internationalisering synes det ikke umiddelbart at være en fremkommelig vej for internationalisering af andelsselskabers aktiviteter. Det eneste virkelig vellykkede eksempel synes at være Kerry Group, som gennem et 25 årigt forløb har været i stand til at tilgodese interessegrupperne omkring virksomheden. Dette er imidlertid bl.a. opnået ved at andelshaverne har opgivet i hvert fald formel kontrol med virksomheden, selvom der er opretholdt en betydelig grad af reel kontrol. Kerry Group er iøvrigt karakteriseret ved at der den største del af perioden var en særdeles stærk og accepteret administrerende direktør i selskabet, som formentlig har været af væsentlig betydning for opretholdelse af balancen interessegrupperne imellem.

Perspektivet ud fra de foreliggende eksempler er at det kræver særdeles stor opmærksomhed omkring virksomhedens struktur og samarbejdsrelationer, samt en betydelig grad af fleksibilitet og gensidig accept og tillid, hvis det skal lykkes at etablere strukturer for en internationalisering af andelsvirksomheders aktiviteter baseret på ekstern kapitaltilførsel. Om det er muligt at kombinere disse krav med opretholdelse af andelshavernes kontrol af virksomhederne er et åbent spørgsmål.

#### **4.6. *Perspektivering omkring internationalisering***

Det karakteristiske element i forbindelse med den fremtidige internationalisering af andelsvirksomhedernes aktiviteter er en vurdering af mulighederne for at kunne etablere en egentlig global leder på f.eks. det mælkebaserede markedssegment generelt baseret på andelsvirksomhedernes specielle grundlag.

Selvom der i ovenstående hovedafsnit er skitseret en række muligheder for væsentlig international vækst, er der ikke noget enkeltelement som synes at være i stand til at trække den samlede proces. Der vil være behov for kombinationer af mulighederne, hvis det skal lykkes at etablere en førende global virksomhed.

Den model, som i grunden har været mest succesrig indtil nu er fusionsvejen, hvor specielt Arlas etablering på basis af MD-Foods og svenske Arla strukturelt burde kunne danne basis for yderligere tiltag. Denne model til skabelse af en stærkere og større kapitalbasis, kombineret med nogle af de andre strukturer synes under de rette omstændigheder at have muligheder for at lykkes.

Når der henses til Arlas udvikling over de seneste 40 år er det karakteristiske element en vedholdende indsats for at udvikle virksomheden indenfor de rammer der nu engang er til stede, eller kan skabes. En sådan vedholdende indsats vil der også fremover være behov for, til sikring af den optimale struktur på det globale marked.

Om en sådan optimal struktur så kan medføre tilfredsstillende forhold specielt for danske/svenske andelshavere i det samlede billede er naturligvis et åbent spørgsmål. For andelshaverne vil det væsentligste element formentligt være, om der opnås et tilstrækkeligt godt økonomisk resultat af

internationaliseringen, sammenholdt med de risici der er involveret ved aktiviteterne. Derudover er fra andelshavernes synsvinkel det naturlige spørgsmål, om det er bedst at bestemme meget i et relativt begrænset område, eller at bestemme noget mindre i et meget større område.

Således må der ske en afvejning af såvel økonomiske som andre spørgsmål i forbindelse med internationalisering.

## **5. Stordriftproblemstillingen**

I forbindelse med gennemførelsen af de store fusioner mellem andelsvirksomheder opgøres der altid meget betydelige fusionsfordele, som i det væsentlige kan henføres til rationaliseringer baseret på stordrift. Ved den planlagte fusion mellem Arla og Campina blev der beregnet driftsfordele af størrelsesordenen 10 øre pr. kg. Mælk og tilsvarende beregninger i forbindelse med fusionen mellem Friesland og Campina viste stordriftsfordele af samme størrelsesorden. I denne sidste fusion er der endda klare beviser for at disse fordele er opnået på ret kort sigt.

Stordriftsfordele og synergieffekter opnås på en række forskellige områder, alt efter de konkrete forhold i forbindelse med fusioner og andre former for virksomhedsvækst. Strukturelt kan stordriftsfordele og synergieffekter opdeles i en række områder.

### **5.1. Generelle stordriftsfordele.**

På den rent tekniske drift af andelsvirksomheder kan der gennem et større volumen, opnås en højere grad af specialisering af de enkelte produktionsanlæg, samtidig med at disse ud fra "state of the art" teknologi kan have den optimale størrelse. Der vil typisk i denne forbindelse være tale om koncentration på færre og færre produktionsanlæg, samtidig med at der investeres kraftigt i tilbageværende anlæg. Dette er den generelle udvikling, der er set ved nationale fusioner af andelsvirksomheder over de sidste mange år, og der er næppe tvivl om at der herigennem opnås betydelige fordele. Samtidig hermed er der næppe heller tvivl om at denne effekt af virksomhedernes størrelse kan drives meget langt, således at der ved fortsat vækst af virksomhederne vil være nye tekniske stordriftsfordele af høste.

Dette forhold understreges også af at teknisk udstyr fortsat udvikles med større og større kapacitet for den enkelte enhed, således at mulighederne for at udnytte det mest effektive udstyr kræver et betydeligt volumen for aktiviteterne. Omkostningsmassen ved den tekniske drift for andelsvirksomhederne er af meget stor betydning for virksomhedernes resultater. Typisk udgør produktionsomkostningerne incl. indkøb af hjælpematerialer og emballage i mejeribrugget beløb af samme størrelsesorden som udgifterne til indkøb af råvarer fra andelshaverne/mælkeleverandører. Der er således tale om at selv ret beskedne procentvise omkostningsbesparelser i den tekniske drift kan få stor betydning for andelsselskabets muligheder for at give en høj betaling for råvarerne.

Samtidig med at størrelsen af virksomhederne giver muligheder for rationaliseringer af den tekniske drift, er der også muligheder for at opnå betydelige administrative besparelser i forbindelse med strukturrationalisering af virksomhederne. Hele den basale administration og de centrale styringssystemer for virksomheden kan gennemføres med betydelige synergieffekter og stordriftsfordele. Det vil være muligt at anvende højt kvalificerede medarbejdere til løsning af system- og specialopgaver, og det vil på den anden side være muligt at udlicitere de simple administrative funktioner til lavtlønsområder, med deraf følgende omkostningsreduktioner.

Også på det finansieringsmæssige område er der mulighed for at opnå stordriftsfordele. Store virksomheder kan, såfremt de anses for at være effektivt kvalificeret ledede, opnå adgang til en række finansielle markeder, som ikke er tilgængelige for mindre virksomheder. F. eks. kan

virksomhederne udstede virksomhedsobligationer, som kan placeres i det finansielle marked og derigennem dels opnå langsigtet finansiering og dels reducere finansieringsomkostningerne.

Generelt set er der betydelige stordriftsfordele forbundet med virksomhedernes ordinære drift. Det skal dog for god ordens skyld bemærkes, at disse fordele ikke fremkommer af sig selv, men alene er at betragte som muligheder, som virksomhederne kan anvende. At det ikke er en selvfølge, at de store virksomheder udnytter disse stordriftsfordele konsekvent, kan ses af de tilbagevendende sparerunder som også andelsvirksomhederne gennemfører, når det generelle økonomiske klima for virksomhederne tilsiger dette. Sådanne vellykkede sparerunder er et klart udtryk for at virksomhederne ikke løbende har sikret sig den optimale udvikling, men har ladet mindre hensigtsmæssige forhold udvikle sig over tiden.

## **5.2. *Udviklingsmæssige stordriftsfordele og synergieffekter***

Produktudvikling er et af de områder, hvor der regnes med meget betydelige synergieffekter i forbindelse med virksomhedsfusioner og virksomhedskøb, når der er tale om virksomheder med den samme type af aktiviteter. For den del af produktudviklingen, der retter sig mod udvikling af basalt set nye produkter er der ringe sammenhæng mellem de aktuelle omkostninger og virksomhedens størrelse, men med en større virksomhed til at udnytte resultaterne, kan der opnås et bedre afkast af udviklingsindsatsen. Tilsvarende gør sig gældende i forbindelse med udvikling af emballagetyper og metoder til forbedret holdbarhed af produkterne.

Da produktudviklingsomkostninger i de store andelsfødevarevirksomheder regnes i hundreder af millioner, er der betydelige beløb at spare ved at koordinere produktudviklingsindsatsen.

Samtidig hermed er der også mulighed for at få ressourcer til at udvikle en bredere palet af produkter, idet der er bedre mulighed for at opnå økonomi i specielle produkter, hvis virksomheden og dermed virksomhedens markedsdækning er større.

Med hensyn til opbygning af varemærker er der også betydelige stordriftsfordele, idet den større virksomhed kan placere større varetonnager bag det enkelte mærke. Når eksempelvis Arla er gået i gang med at opbygge tre globale brands er der tale om en meget stor og langsigtet investering, men investeringen afhænger primært af den konkrete markedsdækning der etableres, men ikke af de bagvedliggende varetonnager.

Værdien af et brand beregnes ud fra hvilket økonomisk resultat virksomheden opnår, ganget med en vurderet faktor for hvor stor en del af resultatet der kan henføres til det enkelte brand og endeligt relateret til brandets styrke til at sikre fremtidig indtjening. Selvom værdifastsættelse af brands må betragtes som særdeles usikker er det dog et udtryk for at brands tillægges endog meget stor betydning. Eksempelvis vurderedes Coca-Cola af Interbrand til at være verdens mest værdifulde brand, med en værdi på ca. 400 mia. kr. Fra fødevarersektoren kan nævnes at McDonalds blev vurderet til ca. 200 mia. kr., Nestle og Danone hver blev vurderet til ca. 35 mia. kr. og Heineken blev vurderet til ca. 18 mia. kr.

Også vedligeholdelsen af globale brands kræver store summer. Som et eksempel kan nævnes, at Vestas globale markedsføringsbudget er af størrelsesordenen 500 mio. kr. og Vestas er vel at mærke en virksomhed der beskæftiger sig med industrielt salg og ikke med konsumentvarer.

Som det fremgår er der store omkostninger ved globale varemærker men også store fordele ved at et globalt mærke kan anvendes på så stor en produkttonnage som muligt.

### **5.3. Markedsmæssige stordriftsfordel og synergieffekter**

Placeringen af andelsvirksomhedernes produkter i markedet er væsentligt påvirket af virksomhedernes størrelse og deres produktsortiment. Som et eksempel herpå kan nævnes Arlas markedsstrategi, som baserer sig på at opretholde og etablere en række kernemarkeder, hvor virksomheden enten er nr. 1 på markedet eller nr. 2. Arla er nr. 1 i Storbritanien, Danmark og Sverige og nr.2 i Finland og Holland og har som erklæret mål at blive blandt de 3 største i Tyskland. Alene disse placeringer kræver et betydeligt produktionvolumen, og placeringen i Tyskland kan næppe etableres indenfor det eksisterende forretningsvolumen. Denne placering er en del af selskabets strategiplan, som også indebærer en betydelig vækst, også i de behandlede mælkemængder.

Disse markedsmæssige placeringer medfører at Arla har gode muligheder for at indtage en mere eller mindre ledende rolle i forbindelse med produktplaceringer i detailhandelen og den prismæssige udvikling på produkterne. Værdien af denne ledende rolle udfordres dog af detailhandelens indflydelse på de enkelte markeder. Der er ganske enkelt tale om at Arla skal være i stand til på lige fod at forhandle med detailhandelen, for at opnå det bedst mulige økonomiske udbytte af samhandelen, og dermed af det enkelte nationale marked.

Som et eksempel herpå kan nævnes at denne placering opnåede Arla i Storbritanien først efter overtagelsen af Express Dairies, hvor markedsandelen kom op i nærheden af 25%. Der var her klart tale om en direkte effekt af markedsmæssig stordrift og synergi i forbindelse med dette opkøb.

Når en ledende rolle baserer sig på relativt høje markedsandele, vil der normalt være begrænsede muligheder for at udvide aktiviteterne gennem fusioner eller virksomhedsopkøb, idet konkurrencemyndighederne vil stille krav om at der opretholdes en rimelig konkurrence på markedet.

Når Arla har opnået en position som nr. 2 på det hollandske marked, er basis at fusionen mellem Friesland og Campina efter konkurrencemyndighedernes opfattelse ville blive for dominerende, og derfor dels skulle afhænde mejerianlæg og dels sikre råvaretilførsel hertil. FrieslandCampina var således i en bunden situation, hvilket Arla var i stand til at udnytte til at placere sig i markedet, og vistnok for en særdeles rimelig investering.

I situationer, hvor der ikke er mulighed for at opnå en ledende rolle på et marked er der også tale om en væsentlig værdi af virksomhedens størrelse. For at være i stand til med økonomisk udbytte at afsætte og markedsføre produkter i et marked er der behov for at opnå en kritisk størrelse, som specielt sikrer at varedistributionen kan foregå på en effektiv måde, og der samtidig hermed er en tilstrækkelig omsætningshastighed på produkterne. Kun herigennem er det muligt at sikre at varerne kan komme ind på supermarkedernes hylder og bevare deres placering.

I denne forbindelse og i denne type markeder er der naturligvis også væsentlige synergieffekter ved at kunne tilbyde et bredere sortiment, dels for at kunne holde omkostningerne nede og dels for at være en attraktiv samarbejdspartner.

#### **5.4. *Perspektivering vedrørende stordriftsfordele og synergieffekter***

For andelsvirksomhederne er der begrænsede muligheder for at etablere stordrift på basis af andelshavernes finansielle kapacitet og råvarerleverancer, specielt hvis der arbejdes bredt indenfor alle produktområder. Da der på den anden side næppe er tvivl om at der et tale om betydelige stordriftsfordele og synergieffekter i forbindelse med virksomhederne størrelse og vækst, er udfordringen i realiteten at finde modeller, som vil være i stand til at udnytte disse fordele på en måde, som specielt andelshaverne som ejere af virksomhederne finder hensigtsmæssigt.

Specielt for de danske virksomheder er udnyttelse af disse muligheder tæt knyttet til en fortsat internationalisering af aktiviteterne, og der er således på mange måder tale om en bunden opgave for selskaberne, hvis de fortsat skal kunne opretholde konkurrencedygtig drift og afkast til andelshaverne.

## 6. Stordrift/internationalisering

En sammenstilling af stordriftproblemstillingen og internationalisering er den væsentligste udfordring som andelsvirksomhederne er stillet overfor. Gennem opstilling af forskellige scenarier kan fordele og ulemper ved forskellige konstruktioner belyses skarpt, således at der herigennem er mulighed for på et oplyst grundlag at tage stilling til, hvilken udvikling der må anses for mest hensigtsmæssig. Dermed er ikke sagt at de enkelte scenarier er konkrete planer for udviklingen, men på basis af disse kan der så tages konkret stilling til, hvilken konkret struktur, som formentlig vil være en eller anden mellemform, der må anses for realistisk og dermed har den letteste gang på jorden.

Der kan her opstilles tre forskellige scenarier til belysning heraf.

Det første scenarie baserer sig på at der opnås de stordriftfordele som baserer sig på udviklingen af andelshaverleverancerne til virksomheden. Herunder vurderes naturligt mulighederne for gennem en internationalisering af andelshavergruppen at opnå så optimal en størrelse som muligt. Den væsentligste problemstilling i forbindelse hermed er vurderinger af hvilke kulturforskelle det er muligt at håndtere rationelt i et enkelt selskab. Samarbejdet mellem forskellige nationaliteter er altid en særlig udfordring, og der er næppe belæg for at dette bliver nemmere fordi der er tale om besluttende organer, og for den sags skyld daglige ledelser som er af forskellig nationalitet.

Fusionen mellem MD foods og Arla til det nye Arla er vel udtryk for at dette samarbejde er lykkedes i sjælden grad, hvorimod den planlagte fusion mellem Arla og Campina vel faldt til jorden, primært på grund af ikke håndterede kulturforskelle såvel på øverste beslutningsniveau som på ledelsesniveau. Grundlæggende er det indenfor rammerne af dette scenarie, at Arla har udviklet sig fra starten af Mejeriselskabet Danmark i 1970 og frem til opkøbet af Express Dairies.

Et andet scenari baserer sig på at internationaliseringen og stordriftfordelene opnås gennem en betydelig gearing af råvareleverancerne. Fordelene i forbindelse hermed er at beslutningsstrukturen i stor udstrækning bliver monokulturel. Ulemper er naturligvis, at der er behov for at andelshaverne, dels er villige til at løbe en væsentlig risiko i forbindelse med gearingen og dels er villige til, på den ene eller anden måde at foretage en tilstrækkelig konsolidering af virksomheden således at aktiviteterne kan finansieres.

Arla bevæger sig for nærværende specielt efter beslutningen fra oktober 2010 om at konsolidere virksomheden, indenfor rammerne af dette scenarie. Arlas erfaringer med forskellige former for samarbejde er primært, at det ikke har været muligt at opnå optimale forhold medmindre Arla har den absolutte bestemmelsesret, og der herudover ikke er separate økonomiske interesser, der skal tilgodeses. Dette må være læren af Arlas udvikling på det engelske marked.

Det tredje scenarie baserer sig på at der søges opnået de størst mulige stordriftfordele og hermed den størst mulige internationale udbygning, men baseret på at der opnås en betydelig grad af fremmed ansvarlig kapital til finansiering af aktiviteterne og dermed gearingen af råvareleverancerne. Herigennem kan producenternes gearingsrisiko begrænses samtidig med at de maximale driftsmæssige fordele opnås.

Hovedudfordringen i dette scenarie er at opnå en beslutningsstruktur og en interesseafvejning som er acceptabel for såvel andelshaverne som kapitalpartnerne. Der synes ikke at foreligge eksempler på at en sådan struktur har fungeret optimalt. Måske kan der drages en lektie i forbindelse hermed i de irske mejerivirksomheder, hvor der er etableret betydelige egenkapitalfinansieringer over aktiemarkedet. Denne model må naturligt analyseres i forbindelse med det tredje scenarie.

Fælles for scenarierne er, at der gennem stordrift, som nødvendigvis må baseres på international vækst, opnås betydelige fordele, som i en eller anden udstrækning kan komme andelshaverne til gode, gennem forhøjede afregningspriser og eventuelt kapitalopbygning i andelsselskabet. De muligheder, som er anført i ovenstående hovedafsnit om stordriftsfordele af forskellig art tages derfor som et generelt gældende udgangspunkt for scenarierne. Man kan også sige at en megatrend om stordrift og internationalisering tages som det generelle udgangspunkt. Som følge heraf beskrives et fjerde scenarie, som baserer sig på fastholdelse eller reduktion af aktiviteterne gennem frasalg ikke i den foreliggende sammenhæng. Dermed ikke sagt at et sådant scenarie ikke kunne være realistisk, men det falder udenfor den valgte generelle megatrend og dermed for rammerne af nærværende fremstilling.

### **6.1. Andelshaverscenariet – Dairy Europe**

Dairy Europe scenariet indebærer, at der over en årrække etableres et multinationalt og multikulturelt primært europabaseret integreret andelsbaseret mejeriselskab, som i det væsentlige baserer sig på leverancer af mælk fra andelshaverne. Herigennem bærer den enkelte andelshaver kun ansvaret for sin egen mælkeleverance og har dermed hverken risiko eller gevinstmulighed i forbindelse med fremmede leverancer.

Dette scenarie er i sin struktur en videreførelse af den udvikling som Arla gennemførte fra stiftelsen af Mejeriselskabet Danmark og frem til fusionen med svenske Arla, blot udvidet til at omfatte størstedelen af Europa. Omkring en fjerdedel af verdens mælkeproduktion finder sted indenfor EU, og en betydelig del af denne mælkeproduktion er knyttet til andelsvirksomheder, så der er god plads til at etablere et selskab, som kan opnå en førerposition på verdensmarkedet.

De strukturelle mekanismer omkring indflydelsesstruktur og afregningsstruktur som er i stand til at håndtere forskellige nationaliteter og forskellige valutaer er allerede udviklet af Arla.

Samtidig hermed skal det bemærkes, at den del af mælkebehandlingen, der finder sted udenfor andelssektoren ikke i dette scenarie er udenfor rækkevidde, idet opkøb af virksomheder med efterfølgende konvertering af mælkeproducenterne til andelshavere er en oplagt mulighed.

Generelt indebærer scenariet, at der kan arbejdes med den mindst mulige konsolidering af virksomheden, således at det uanset hvorledes kapitalstrukturen er, gør det nemmest muligt at tiltrække nye andelshavere. Elementerne i opbygning af virksomheden i dette scenarie fremgår af nedenstående beskrivelser.

### **6.1.1. Konvertering af leverandører til andelshavere**

Dairy Europe scenariet indebærer, at mælkeleverandørerne i videst muligt omfang er andelshavere, og dermed deltager i opbygning af virksomhedens ansvarlige kapital. Imidlertid er det af væsentlig betydning, at virksomheden også kan udvide sine aktiviteter ved opkøb af andre typer af virksomheder, hvorfor der vil blive tilknyttet mælkeleverandører uden andelshaverstatus.

Det skal derfor være tillokkende for mælkeleverandørerne at opnå andelshaverstatus. Samtidig hermed skal de eksisterende andelshaveres interesser tilgodeses. For den enkelte mælkeleverandør, der ikke er andelshaver, indebærer en konvertering til andelshaver dels indflydelse på selskabet, dels forventeligt en bedre afregningspris over tiden og derudover naturligvis en eller anden form for kapitaltilførsel til selskabet.

Dette sidste element er naturligvis af kritisk betydning. Et af de væsentlige elementer i denne forbindelse er naturligvis at kapitalindskuddet kan være så lille som muligt og at dette kan ske over en vis tidsperiode. Derudover er det uden tvivl af betydning, at kapitalindskuddet sker på personlige konti, med muligheder for at tage indskuddet med sig i en eller anden form ved produktionsophør eller flytning af leverance til et andet selskab.

Accept af direkte kapitalindskud er basis for andelshavertilknytningen til Fonterra, og det endda med beløb som svarer til værdien omkring et års leverancer. Arlas nuværende andelshavere har en andel af egenkapitalen som i 2009 udgør 1,35 kr. pr. kg leveret mælk hvilket svarer til ca. 60% af værdien af årsleverancen. Der er således også her tale om en meget betydelig investering, når leverandører skal konverteres til andelshavere.

Arlas største leverandørgruppe er de engelske mælkeproducenter organiseret i selskabet Milk Partnership, som i hvert fald er villige til at indskyde betydende beløb i den engelske forretning. Konkret tales der om et beløb på omkring 600 mio. kr. over en årrække, men det skal i denne forbindelse bemærkes, at fuld finansiel deltagelse indebærer et kapitalindskud på omkring 2,5 mia. kr. Så øvrige fordele for disse leverandører skal altså opveje et betydeligt beløb.

Såfremt den engelske forretning er en god forretning for Arlas andelshavere, må det imidlertid være fordelagtigt for de engelske leverandører over tid at opnå andelshaverstatus. Der er dog næppe tvivl om at egenkapitalstrukturen vil være af afgørende betydning i denne forbindelse.

For Arlas andelshavere må en konvertering også på lempelige vilkår, specielt tidsmæssigt, primært have betydning i relation til nedbringelse af risikoen på den engelske forretning.

Konverteringen til andelshavere reducerer de nuværende andelshaveres gearing på råvaresiden, hvilket er et grundlæggende element i dette scenario.

### **6.1.2. Løbende fusioner med mindre virksomheder**

Fusion med mindre og mellemstore andelsvirksomheder er en metode, der har været vidt udbredt i forbindelse med andelsvirksomhedernes udvikling i Europa. Generelt er udviklingen gået fra lokale fusioner til regionale fusioner og derefter eventuelt til landsdækkende fusioner. I mange situationer har der været betydelige magtkampe i forbindelse hermed, her kan blot henvises til MD-Food og kampen om konsummælkemarkedet i Danmark. Det er karakteristisk, at den anvendte metode i

forbindelse med udbygning af virksomheden gennem fusion er gennemført ved en systematisk udvælgelse af mulige fusionspartnere og derefter gennem ofte langvarige forhandlinger, for at nå frem til et resultat.

I forbindelse med opbygningen af Dairy Europe gennem løbende fusioner vil det karakteristiske element være at den store virksomhed (Arla) må forventes at have initiativet, og således udvælge fusionspartnere ud fra virksomhedens almindelige interesser, primært markedshensyn. Det vil derefter være karakteristisk, at den store virksomhed er i stand til at tilbyde relativt fordelagtige betingelser i forbindelse med fusion, idet der udover den snævre interesse i virksomheden også vil være afledte fordele ved at kunne placere sig i markedet. Disse forhold vil naturligvis primært være af betydning i forbindelse med de første fusioner i et konkret marked.

I en række europæiske lande er der andelsvirksomheder, som det vil være naturligt at vurdere fusionsmulighederne med, idet disse virksomheder vil have en passende størrelse i også i forbindelse med mulighederne for at placere sig i markedet. Der tænkes her på virksomheder i størrelsesordenen 5 – 15 mia. kr. i omsætning. Her kan nævnes følgende.

- Valio i Finland – Arla er allerede på det finske marked gennem opkøb
- Tine i Norge – Arla har allerede et samarbejde omkring valleprotein
- Humana Milchunion, Nordmilch, Hochwald og Bayernland i Tyskland – Arla har store eksportinteresser specielt på ost.
- Dairygold og Glanbia i Irland – Glanbia kan være specielt interessant i forbindelse med opsplitningen af virksomheden, men også i kraft af den store ingrediens forretning
- Sodial, Groupe Even, Alliance Agro og Eurial i Frankrig – Specielt kan Sodial med 50% andel i Yoplait være interessant.
- Emmi i Schweiz
- Granlatte i Italien – Arla har osteeksportinteresser her
- Capsa i Spanien
- Lactogal i Portugal
- Milcobel i Belgien
- Berglandmilch i Østrig

Tilsammen har disse 18 virksomheder en omsætning af størrelsesordenen 150 mia. kr. eller i gennemsnit omkring 8 mia. kr. Udover disse virksomheder er der naturligvis en række mindre andelsvirksomheder, som kan være interessante, men det skal bemærkes at en vis størrelse i forbindelse med den første fusion på et marked må anses for fordelagtig.

Sammenlagt er der i de nævnte virksomheder et potentiale til at firedoble aktiviteterne i Arla, som herigennem vil kunne blive verdens største mejerivirksomhed med en global markedsandel på omkring 6% . Indsatsen i forbindelse med at gennemføre en sådan række fusioner over en årrække vil være betydelig, men vil kunne begrænses ved at der udarbejdes en standardprocedure i forbindelse med vurderinger, beslutningsorganer m.v.

Der er næppe tvivl om, at der gennem fusioner af denne karakter, vil kunne opnås meget betydelig fusionsgevinster. Umiddelbart må man tro at fordelene vil være større end ved en storfusion, hvis der etableres en virksomhed af samme størrelse ved fusion med mindre virksomheder. Set i dette perspektiv, hvor der ved de store fusioner er regnet med fusionsfordele af størrelsesordenen 10 øre pr. kg. mælk, synes vejen frem med fusion med mindre virksomheder ganske fordelagtig selvom arbejdsindsatsen i forbindelse hermed må forventes at være større.

For Arlas nuværende andelshavere vil denne model indebære at Arla et langt stykke hen ad vejen vil være i førertrøjen og kunne bevare selskabet som primært Dansk/Svensk eller skandinavisk hvis Valio og Tine står i første række.

### **6.1.3. Storfusion(er)**

Indenfor det europæiske mejeribrug er en fusion mellem Arla og FrieslandCampina en helt åbenlys og hensigtsmæssig konstruktion. En sådan fusion vil med et slag placere sig som den centrale aktør indenfor europæisk mejeribrug, og komme helt op i toppen på verdensplan. Denne fusion kan følge lige i kølvandet på den hollandske storfusion FrieslandCampina, som blev etableret pr. den 1. januar 2009, og som allerede ser ud til at have opnået de forventede fusionsgevinster. Med denne fusion, er de hollandske muligheder for nationale fusioner udtømt, og det var endda nødvendigt for at få fusionen godkendt at frasælge anlæg m.v. hvilket førte til Arlas indtræden på det hollandske marked.

Naturligvis vil en fusion mellem Arla og FrieslandCampina også blive mødt med krav om regulering af forretningsomfanget, i hvert fald i Holland, men der burde ikke være yderligere krav af denne karakter, idet der specielt på det tyske marked ikke vil opstå nogen form for dominans, da der her er en række andre betydende spillere.

De sammenbrudte fusionsforhandlinger mellem Arla og Campina i 2003 og 2005 baserede sig på omfattende analyser af de fordele som en sådan fusion kunne medføre. Selvom fusionen mellem Friesland og Campina naturligvis har udnyttet en del af disse fordele, er der næppe tvivl om at der fortsat vil kunne høstes meget væsentlige fordele ved en fusion mellem FrieslandCampina og Arla.

Det væsentligste spørgsmål i forbindelse hermed er vel, om Arla er rede til at indgå i en fusion som lillebror, og dermed blive partner i et samarbejde, som vil have sine væsentligste aktiviteter udenfor de områder, som Arla betragter som sine hjemmemarkeder.

Grundlæggende synes der at være tre væsentlige hurdler, som man skal over for at gennemføre en sådan fusion.

- For det første skal der ske etableres enighed om de økonomiske forhold i forbindelse med fusionen.

- For det andet skal der ske en harmonisering af kapitalstrukturene mellem de to virksomheder, således at der ikke på denne front opstår usikkerhed mellem fusionspartnerne.
- Endeligt skal der etableres en sådan tiltro mellem partnerne, at det er muligt på tilfredsstillende måde at løse de sædvanlige problemer omkring ledelse, placering af hovedkontorer m.v.

I forbindelse med de strandede fusionsforhandlinger mellem Campina og Arla blev der fastlagt strukturer, som i det væsentlige også må kunne anvendes ved en fusion mellem FrieslandCampina og Arla. Det må derfor være relativt ukompliceret at opstille tilsvarende strukturer for en ny fusion.

Med et ordentligt forarbejde mellem parterne må de reelle interessekonflikter kunne afklares og løsninger i forbindelse hermed etableres, således at de økonomiske og driftsmæssige forhold bliver afklaret.

Tilbage vil så være afklaring af forskellige personspørgsmål, men også på dette område må der være mulighed for at opnå en for alle parter tilfredsstillende løsning.

Egentlig er den væsentligste hurdle for etablering af en fusion af denne karakter vel egentlig at komme i gang med forhandlingerne, da det er i denne fase at alle former for irrationalitet kan stille sig hindrende i vejen. Kravet her er i grunden, at de centrale beslutningstagere er i stand til at nedtone egne umiddelbare interesser med henblik på at opnå et fælles gode af betydelig størrelse for alle interessenter.

En person, som i udpræget grad har manifesteret en sådan nedtoning af egeninteresser er Åke Modig, som i den gennemførte fusion mellem MD-Foods og svenske Arla valgte at acceptere andenpladsen i den samlede virksomheds ledelse efter at han havde været førstemand i en årrække i den svenske virksomhed. Efterfølgende accepterede han, efter at have været koncernchef i Arla en kort periode, igen at rykke tilbage på andenpladsen i den dog kulsejlede fusion mellem Arla og Campina. Her var der endda tale om at Arla var væsentligt større end Campina og således var storebror i fusionen. Man må håbe på at de to næsten jævnaldrende koncernchefer (5 års aldersforskel) i FrieslandCampina og Arla vil være i stand til at finde en tilfredsstillende samarbejdsstruktur, således at personspørgsmål ikke på det plan vil stille sig hindrende i vejen for en ellers hensigtsmæssig strukturudvikling.

Udover de umiddelbare fordele som en fusion mellem FrieslandCampina og Arla vil medføre vil fusionen også etablere en helt central spiller på det europæiske marked, som vil kunne være betydningsfuld for en yderligere strukturudvikling af de europæiske mejeriandelsvirksomheder. Man kan sige at denne virksomhed vil have etableret kritisk størrelse, således at der ikke vil være konkurrerende strukturer som vil kunne virke samlende på tilsvarende måde.

En storfusion mellem FrieslandCampina og Arla vil ikke være den eneste storfusion mellem andelsvirksomheder man kan forestille sig. Såvel New Zealandske Fonterra som amerikanske Dairy Farmers of America er af samme størrelse som FrieslandCampina og Arla, men på grund af geografi, og en større forskellighed mellem disse virksomheder vil der næppe kunne opnås samme fusiongevinster, og på grund af virksomhedernes forskellige karakter vil der være en længere vej til enighed omkring en fusion.

#### **6.1.4. Råvarebaserede samarbejder**

Som et supplement til egentlige fusioner, og måske i nogle tilfælde som forstadier hertil, kan der på udvalgte områder etableres fællesvirksomheder, med henblik på at opnå nogle af de fordele der er ved en egentlig fusion. Som et eksempel herpå kan man forestille sig etableringen af en europæisk eller endda international fællesvirksomhed til udnyttelse af valle. Arla har en betydelig position på markedet for valleprotein og er sammen med Fonterra førende på verdensplan. En fællesvirksomhed baseret på leverancer af valle vil, om det så er på verdensplan eller på europæisk plan, være en naturlig udvikling.

I Arlas nuværende situation er der markedsmuligheder som overstiger adgangen til valle, og der vil hermed være basis for at bringe nye leverandører af valle ind i virksomheden. Med udgangspunkt i scenariets basisforudsætning, om at aktiviteterne så vidt muligt ikke skal geares på råvaresiden, vil en fællesvirksomhed være den naturlige udvikling. Indledningsvis kunne Arla bringe de nuværende samarbejdspartnere ind i fællesvirksomheden som andelshavere og efterfølgende vil Arla kunne bruge fællesvirksomheden som et første skridt i retning af yderligere samarbejde. Kort sagt kunne Arla indbyde virksomheder, som iøvrigt vil være hensigtsmæssige fusionspartnere, til at deltage i fællesvirksomheden og dermed komme tættere ind på livet af disse.

#### **6.1.5. Konklusion**

Dairy Europe vil for det første, hvis selskabet opnår en tilstrækkelig størrelse gennem fusioner og samarbejder, kunne medføre en betydelig rationalisering af europæisk mejeribrug til gavn for virksomhedens andelshavere. Dernæst indebærer den foreliggende struktur, at den enkelte mælkeproducent som andelshaver kun i det væsentlige bliver økonomisk ansvarlig for sin egen mælkeproduktion. Endeligt vil beslutningsstrukturene basere sig på mælkeproducenterne, som i det væsentlige vil have fælles interesser. Det forudsættes her at selskabets kapitalforhold er indrettet således at den enkelte andelshaver uanset størrelse og interessehorisont bliver tilgodeset.

Idet virksomheden ikke er gearet råvaremæssigt vil den enkelte andelshaver bidrag til den ansvarlige kapital være så lille som muligt under hensyntagen til virksomhedens forædlings- og markedsføringsaktiviteter.

En anden vinkel på problemstillingen vil være at der bliver tale om et bredt funderet europæisk selskab, hvor ingen nationalitet vil kunne have den dominerende indflydelse på sigt. Deltagerne, og dermed også Arla, som er den centrale aktør i scenariet, må acceptere denne indflydelsesstruktur. Det skal i denne forbindelse påpeges, at der med den geografiske afgrænsning og dermed nogenlunde samme forudsætninger ikke vil være store interessekonflikter mellem de enkelte mælkeproducenter/andelshavere, som vil kunne stå som en samlet flok overfor andre interessegrupper omkring virksomheden.

Endeligt skal det bemærkes, at vejen frem mod Dairy Europe kan være både lang og tornefuld, før der bliver etableret en virksomhed, som vil kunne opnå de størst mulige fordele gennem stordrift og internationalisering af aktiviteterne. På den anden side er der tale om en udviklingsstruktur, som allerede er kendt i forbindelse med Arlas udvikling fra 1970 og frem til idag.

## 6.2. *Gearingsscenariet*

Gearingsscenariet indebærer at Arlas nuværende andelshavere i den sidste ende bærer det samlede økonomiske ansvar for alle aktiviteterne i virksomheden. Virksomheden er således begrænset af andelshavernes muligheder og vilje til at stille ansvarsbærende kapital til rådighed.

Scenariet indebærer at selskabet forbliver et dansk/svensk andelsselskab, men med aktiviteter på en række markeder. Scenariet ligger tæt op af den strategiplan med den dertil hørende vidtgående konsolideringsplan som Arla har sat i værk i oktober 2010.

For andelshaverne er der tale om et højrisikoscenarie, da der både er tale om en meget betydelig råvaremæssig gearing og også den størst mulige finansielle gearing. Samtidig hermed må det erkendes, at den begrænsede ressourcebasis medfører, at Arla kan opretholde den nuværende position, som en af flere væsentlige virksomheder på det europæiske marked, hvorimod der ikke opnås en sådan position globalt.

Et realistisk niveau for virksomhedens aktiviteter i dette scenarie – efter en periode frem til 2020 – vil være en fordobling af den behandlede råvaremængde og en omsætning på omkring 100 mia. kr. Disse tal medfører at råvaregearingen stiger fra ca. 40% til ca. 180% således at den enkelte andelshaver økonomisk set er ansvarlig for en fremmedleverance der er næsten dobbelt så stor som egenleverancen.

Den finansielle gearing i virksomheden må ligeledes forventes at stige, da en forbobling af mælkemængden sammen med en øget forædling vil gøre det vanskeligt eller nærmest umuligt at opretholde den nuværende soliditet på 27,5% selv med den betydelige konsolidering der er besluttet.

Der vil sikkert blive behov for at tilføre ekstern ansvarlig lånekapital, hvis aktiviteterne skal kunne finansieres. Det skal i denne forbindelse bemærkes at den ansvarlige lånekapital i det væsentlige tjener til sikring af mulighederne for at fremmedfinansiere iøvrigt, men vil ikke reducere andelshavernes risiko direkte. Deres forpligtelse i selskabet er begrænset til deres indskudte kapital.

Helt generelt vil der være behov for at spille på alle tangenter for at finansiere aktiviteterne i dette scenario. Balancen i virksomheden forventes at blive fordoblet, og der vil således være et lånebehov totalt set på omkring 40 mia. kr. Af stabilitetshensyn vil det være nødvendigt at egenkapitalen på 13 mia. kr. suppleres med ansvarlig lånekapital af størrelsesordenen 5 mia. kr. for at bringe den samlede ansvarlige kapital op i underkanten af 30%. Den ansvarlige kapital må naturligvis være langsigtet, og vil for en virksomhed af denne størrelse primært skulle leveres fra institutionelle investorer. Sekundært kan der også være tale om virksomhedsobligationer. Alt i alt vil der være tale om en relativt kompliceret finansiell struktur, som formentligt også vil indebære at långivere vil stille krav om opretholdelse af bestemte soliditetsmål, som i den sidste ende vil føre tilbage til andelshavernes betaling for mælken.

Der vil ganske enkelt være tale om at bestemte soliditetsmålet skal opretholdes, og dette vil medføre, at dårlige økonomiske resultater af virksomhedens drift skal kompenseres ved lavere betalinger til andelshaverne. Det vil således i den sidste ende være den begrænsede flok af andelshavere, der vil skulle bære sådanne byrder.

### 6.2.1. Vækst gennem opkøb

Dette scenarie indebærer, at der over tiden skal ske betydelige opkøb af mejerivirksomheder, dels for at kunne placere sig i nye markeder, formentlig primært Tyskland og Polen, dels for at kunne koble markedsmulighederne sammen med forøgede mælkeleverancer.

I Tyskland er der ialt omkring 100 mejerivirksomheder, og der vil være behov for en nøje vurdering af hvilke opkøbsmuligheder der vil være til stede, og hvorledes sådanne virksomheder kan passe ind i det overordnede markedskoncept. Umiddelbart vil det formentlig primært være konsummælk- og friskvarevirksomheder, der vil være interessante i forbindelse med markedsplaceringen. Dette sortiment suppleres så naturligt med øvrige mejeriprodukter importeret fra Danmark.

En placering som en af de 3 største mejerivirksomheder i Tyskland, som indgår i Arlas strategiplan vil formentlig kræve en markedsandel på omkring 10% af konsum- og friskvareomsætningen og indebære behandling af mellem 2 og 3 mia. kg. mælk på årsbasis. For at opnå denne placering må det forventes at der skal gennemføres mellem 2 og 5 opkøb af virksomheder, formentlig spredt ud over hele Tyskland. Blandt de større privatejede mejerivirksomheder kan følgende nævnes.

- |                      |                             |
|----------------------|-----------------------------|
| • Molkerei A. Muller | Omsætning ca. 2,2 mia. EURO |
| • Hochland           | Omsætning ca. 0,8 mia. EURO |
| • Meggle             | Omsætning ca. 0,7 mia. EURO |
| • Ehrmann            | Omsætning ca. 0,6 mia. EURO |

En placering i Polen vil formentlig være rettet såvel mod det polske hjemmemarked, som mod etablering eller overtagelse af eksportrettede polske virksomheder. Generelt er produktionsomkostningerne lavere i Polen end i vesteuropa, og der er dermed mulighed for at fremstille produkter, som vil være prismæssigt ganske konkurrencedygtige.

Mejeristrukturen i Polen er ganske fragmenteret, men hovedparten af mælken leveres til andelsselskaber, som har en markedsandel på omkring 75%. Private producenter omfatter nogle af de store internationale mejerivirksomheder, som f.eks. Danone. Der er imidlertid forventninger om at andelssektoren vil være vigende i Polen, således at det må forventes at der vil være mejerivirksomheder til salg i en betydeligt omfang.

Udover disse mere strategiske opkøbsområder vil der naturligvis også kunne opstå situationer, hvor opkøb af virksomheder vil være attraktivt. Som et eksempel herpå kan nævnes Arlas opkøb af en hollandsk virksomhed som følge af at FrieslandCampina af konkurrencemyndighederne blev tvunget til at frasælge visse anlæg. Et andet eksempel kunne være opkøb af mindre engelske virksomheder, såfremt disse vil kunne placere Arla UK centralt i lokalområder, hvor virksomheden endnu ikke er repræsenteret. Det må formodes, at der fortsat vil være sådanne muligheder indenfor konkurrencereguleringsreglerne, selvom Arla UK er placeret som nr. 1 i markedet.

Som eksempler på betydelige opkøbsmuligheder på det franske marked, som godtnok ikke er beskrevet som kerneområde for Arla, men som måske kan komme i spil, og dermed pludseligt blive attraktive kan nævnes.

- |                                     |                             |
|-------------------------------------|-----------------------------|
| • Entremont som er i vanskeligheder | Omsætning ca. 1,6 mia. EURO |
| • Bongrain, børsnoteret selskab     | Omsætning ca. 3,6 mia. EURO |

Bongrain har en markedsværdi på ca. 0,9 mia. EURO

Internationalt, og i Europa udenfor det nordeuropæiske område, synes det generelt ikke at være hensigtsmæssigt at placere virksomheden gennem større opkøb mejerianlæg. F. eks. må det indenfor dette scenarie umiddelbart anses for hensigtsmæssigt at udbygge eksisterende samarbejdsbaserede anlæg frem for at opkøbe nye virksomheder.

### **6.2.2. Vækst gennem investeringer**

Med en udvidet kapitalbasis for virksomheden i dette scenarie, er der også basis for at foretage investeringer i anlæg og markedsføring med henblik på organisk vækst af virksomheden. Grundlæggende er der tre elementer i den organiske vækst.

For det første kan der gennem yderligere forædling af den eksisterende råvarebasis skabes vækst i virksomheden. De grundlæggende elementer heri er produktudvikling og markedsføring, således at der opstår en forøget værditilvækst direkte i produkterne som sådan, og indirekte gennem markedsplacering og markedsføring af produkterne. I den foreliggende strategiplan for Arla indgår netop disse elementer centralt med store investeringer i produktudvikling og den del af markedsføringsindsatsen, som baserer sig på opbygning af tre globale mærker.

For det andet kan der gennem opbygning af større produktionskapacitet på markeder, hvor indsatsen er baseret på råvareleverancer fra leverandører, som ikke er andelshavere, etablers vækst på allerede eksisterende produkter, som placeres således i markedet, at der opnås forøgede markedsandele. En sådan indsats kan i visse tilfælde kombineres med rationalisering af anlægsstrukturen. Et eksempel på en sådan udvikling er Arlas meget store investering i et konsummælksmejeri i Storlondon, som ganske givet udover den strukturelle rationalisering har til formål at forøge selskabets markedsandel på det britiske marked. Denne vækst baserer sig så på indkøbte mælkeleverancer og dermed en større gearing på råvareområdet.

Endeligt kan der være tale om investeringer i eksisterende joint ventures, hvor der opbygges såvel kapacitet som markedsrelationer, med henblik på øget omsætning og indtjening. Arlas satsning på det kinesiske marked gennem samarbejde med en lokal partner er af denne karakter. Også her er der tale om indkøbte råvarer, og dermed en øget gearing. Den planlagte betydelige satsning på udvikling af valleproteiner som funktionelle ingredienser, med dertil hørende opbygning af produktionskapacitet og markedsføringsindsats primært gennem samarbejder til sikring af tilstrækkelig valleforsyning af denne karakter.

Selvom disse investeringer er af mindre dramatisk karakter end markante virksomhedsopkøb, indtager de dog en meget betydningsfuld rolle i opbygningen af virksomheden. Der sker herigennem en udnyttelse af den samlede videnbasis i virksomheden, og selvom der kan være tale om meget store investeringer bevæger man sig dog mest indenfor kendte områder, og dermed med en begrænsning af risikoen ved engagementerne.

### **6.2.3. Rationalisering contra vækst**

Når virksomheden i dette scenarie arbejder med ganske begrænsede ressourcer til investering vil der være en konflikt mellem at foretage investeringer i vækst og foretage investeringer i rationalisering af selskabets drift.

Under normale omstændigheder vil investering i rationalisering være mere forudsigelig end investering i vækst. Samtidig hermed er der opbygget et meget stort erfaringsgrundlag i virksomheden på dette område. Ligeledes er der gennem de ordinære afskrivninger i virksomheden basis for at gennemføre fornyelser af anlæg m.v. At der er tale om betydelige beløb fremgår af Arlas regnskab, hvor der afskrives ca. 1,8 mia. kr. på årsbasis. I en normal drift, er der således betydelige muligheder for at gennemføre rationaliseringer gennem modernisering af de tekniske anlæg. Det er på toppen af disse anlægsinvesteringsmuligheder at yderligere kapitalanvendelse skal placeres. Dermed vil der i mange situationer være tale om marginale investeringer indenfor virksomhedens rammer, med et deraf følgende relativt beskedent afkast.

Konflikten om kapital mellem vækst og rationalisering synes således i en ambitiøs virksomhed med begrænset kapital til rådighed at måtte falde ud til fordel for investering i vækst. Her er det mulige arbejdsfelt så bredt, at der vil være tilstrækkelige investeringsmuligheder til rådighed, uden at der bliver tale om marginale investeringer.

### **6.2.4. Konklusion**

Gearingsscenariet nærmer sig i sin struktur en almindelig kapitalbaseret virksomheds forhold for så vidt angår det element af merkonsolidering af virksomheden fra andelshavernes side som kan henføres til muligheden for betydelig vækst af aktiviteterne udenfor virksomhedens råvaregrundlag.

Gearingsscenariet er præget af en kombination af begrænsninger i vækstmulighederne på grund af den begrænsede kapital, der er til rådighed og en meget høj risikoprofil for andelshaverne som følge af gearingen på råvaresiden.

Samtidig hermed lægges der et stort pres på virksomhedens overordnede og daglige ledelse for at præstere det lovede afkast af størrelsesordenen 13 – 23% på den konsolidering som andelshaverne yder i virksomheden.

Dette afkast kan f.eks. sammenlignes med afkastet på store børsnoterede aktieselskaber, hvor f.eks. Nestles aktionærer opnår afkast af størrelsesordenen 5 – 10% og Bongrains aktionærer opnår afkast af størrelsesordenen 5%. Tilsvarende opnår aktionærerne i A.P. Møller-Mærsk afkast på 0 – 15% på den investerede kapital.

For at stille kapitalafkastkravene i relief kan der laves følgende analyse af et køb af den samlede virksomhed Bongrain. Det forudsættes her at virksomheden kan købes til dens indre værdi, som ligger ca. 20% over børsværdien.

Gennem restrukturering af selskabets balance i forbindelse med et køb kan købesummen på 1,15 mia. EURO reduceres med de frie likvider i selskabet, som udgør ca. 200 mio. EURO. Den investerede kapital ved transaktionen udgør således ca. 950 mio. EURO. Med et forventet afkast på

18% (gns af 13 og 23%) skal der præsteres et nettoresultat efter skat i virksomheden på ca. 170 mio. EURO.

Dette tal skal sammenlignes med et regnskabsresultat på 45 mio. EURO i 2009 og 38 mio. i 2008. Halvårsresultatet for første halvår 2010 udgør dog 37 mio. EURO, hvilket peger i retning af et årsresultat i 2010 på omkring 85 mio. EURO. Der er altså behov for at forbedre resultatet med omkring 85 mio. EURO efter skat, eller med omkring 110 mio. før skat. Med en samlet omkostningsmasse på omkring 1,1 mia. EURO på årsbasis skal der for at opnå dette resultat alene ved besparelser spares omkring 10% af omkostningsmassen. Da der imidlertid også ved et opkøb af denne karakter forventes at opstå generelle stordriftsfordele og markedsmæssig synergi ved samkøring af aktiviteterne, vil der for at opnå det krævede resultat kræves væsentligt mindre besparelser. Umiddelbart synes dette at ligge indenfor mulighedernes grænser, men der er naturligvis her kun tale om en helt overordnet vurdering. Hvad der må være af skeletter i skabet kan man af gode grunde ikke vide.

Helt grundlæggende indeholder gearingsscenariet at de nuværende andelshavergrupper har den fulde bestemmelsesret, og er i stand til indenfor de givne rammer selv at bestemme udviklingen. Da der samtidig relativt set er tale om et lavvækstscenarie er det tidsmæssige pres i forbindelse med scenariet relativt beskedent. Tværtimod er der tale om, at det kan være nødvendigt at afvente, at de finansielle muligheder i forbindelse med konsolideringen af virksomheden er så langt fremskredet, at det er muligt at gennemføre aktiviteterne.

### **6.3. Kapitalscenariet**

Kapitalscenariet bryder afgørende med andelshavernes eneret til at træffe alle afgørende beslutninger i virksomheden. Det forudsættes at kapitalindskydere vil stille krav om betydelig indflydelse.

Som scenariet er opbygget regnes der med at kapitalinteresser erhverver halvdelen af virksomheden og opnår en eller anden grad af indflydelse i forbindelse hermed. Virksomhedens aktiviteter tænkes placeret i et centralt aktieselskab med 50% af aktierne hos andelsvirksomheden eller andelshaverne individuelt og 50% placeret hos kapitalinteresser.

Med en delt beslutningsret er det væsentligt, at der allerede i forbindelse med kapitaltilførslen foreligger klare regler for håndtering af de interessekonflikter, der naturligt vil være omkring virksomheden.

Den væsentligste interessekonflikt vil være omkring prissætningen af råvareleverancer fra andelshaverne til selskabet. Der vil næppe være de store problemer omkring afregningsstrukturen, dvs. kvalitets- fedt- og proteinafregning, ligesom tekniske forhold omkring afhentning m.v. må forventes at være uproblematisk. Afregningsproblematikken kan isoleres til, i hvilket omfang forædlingsværdien skal afspejles i afregningen for råvareleverancer. Denne problemstilling er for så vidt allerede håndteret i såvel Fonterras afregningsprincip, som i Arlas afregningsprincip overfor de engelske leverandører.

Grundlæggende i disse afregningsprincipper er en relatering til udviklingen i markedspriserne for mælkepulver og smør. For disse produkters vedkommende er der markedspriser tilgængelige, som

er udenfor virksomhedernes kontrol og som dermed kan betragtes som uafhængige af virksomhederne.

For Fonterras vedkommende reguleres den derved fremkomne basispris med udlodning af hovedparten af det overskud som virksomheden genererer til aktionærerne, som også er mælkeleverandører. For Arlas vedkommende er prissætningen i England endelig, men der er ved forhandling etableret et grundlag, som indeholder dele af den opnåede merværdi, og som så reguleres i relation til markedsudviklingen på basisprodukterne.

Selvom der ikke er tale om en prisregulering, som helt kan sættes på formler, foreligger der dog et grundprincip som virksomheden og leverandørerne kan bruge i forbindelse med konkret prisfastsættelse. Der er således snævre grænser for, hvorledes den enkelte part kan opnå fordele på den anden parts bekostning.

Dette gør sig også gældende, uanset hvilken part, der har den bestemmende indflydelse på virksomheden. Det skal i denne forbindelse understreges, at bestyrelsen i et aktieselskab er forpligtet til at varetage selskabets interesser, og ikke må varetage særinteresser på selskabets bekostning.

En anden mulig interessekonflikt, kan være honoreringen af den indskudte kapital. Hvis denne honorering baserer sig på andet end selskabets økonomiske resultater vil der være tale om en uholdbar situation. Der er til dato ikke opfundet nogen model, der er i stand til på tilfredsstillende måde at basere et samarbejde med eksterne kapitalindskydere på en regulering af afkastet på anden basis end opnåede resultater i virksomheden. I denne forbindelse skal det bemærkes, at et eller andet garantitilsagn til eksterne investorer fra andelshavenes side i sin grundstruktur indebærer at andelshaverne bærer den største del af risikoen/opnår den største del af gevinsten, hvilket blot betyder at andelshaverne kommer til at arbejde med en større gearing på deres investering og leverancer.

At der kan opstå interessekonflikter af denne art er relationerne omkring MD-Foods International et tydeligt eksempel på. Da resultaterne i virksomheden blev meget ringere end forventet, viste der sig fra de eksterne investorers side og fra virksomhedens bankforbindelsers side, en forventning om at MD-Food ville bakke op omkring virksomheden i et betydeligt større omfang end de institutionelle investorer. Denne konflikt viste sig at være dødbringende for virksomheden MD-Foods International, hvorefter det blev MD-Foods der måtte samle stumperne op, med den konsekvens, at der opstod meget dårlige relationer til de eksterne investorer og nogle af virksomhedens bankforbindelser.

Helt grundlæggende opstod denne konflikt vel ud fra uindfrie forventninger til investeringerne, som vel ramte såvel de finansielle investorer som MD-Foods, men hvor aftalegrundlag og forståelse mellem parterne ikke var i stand til at håndtere de problemstillinger og konflikter, der opstod i forbindelse hermed.

På tilsvarende måde som MD-Foods International kom i krise, skete det tilsvarende med virksomheden Tulip International som var etableret nogenlunde samtidig med MD-Foods International og løb ind i tilsvarende ringe resultater. For slagterivirksomhedernes vedkommende er problemstillingen omkring afregning af leverancer betydeligt sværere at håndtere end for mejerivirksomhedernes vedkommende. Det er vanskeligt at se muligheder for at relatere

afregningspriser til uafhængige mekanismer og markedsrelationer. Det er imidlertid for disse virksomheders vedkommende nødvendigt at finde sådanne mekanismer, hvis det skal lykkes at tiltrække ekstern finansiering til disse virksomheder. Da grise imidlertid kan transporteres over betydelige afstande, og samtidig ikke nødvendigvis skal slagtes på et bestemt tidspunkt, kunne man måske forestille sig etablering af en egentlig markedspris for levende svin som basis for et afregningssystem mellem svineleverandører og slagterivirksomhed.

Under forudsætning af, at der er opnået løsninger på afregningsproblematikken som den væsentligste interessekonflikt i etableringsfasen vil der være to basale forhold, der skal afklares. For det første skal indflydelsesstrukturen fastlægges og for det andet skal prissætningen af virksomheden aftales.

Begge disse forhold vil naturligt skulle fastsættes med udgangspunkt i den konkrete struktur for kapitaltilførslen til virksomheden.

Med hensyn til prisfastsættelsen på virksomheden, må det forventes, at der ikke vil være store forskelle herpå mellem de enkelte finansieringsmodeller, og slet ikke i en analyse af den her foreliggende karakter, som nødvendigvis må være meget summarisk.

Udgangspunktet for værdisætningen af Arla kan være et forventet resultat i 2010 på omkring 1,2 mia. kr. og en egenkapital ultimo 2010 efter efterbetaling på omkring 9 mia. kr. På disse nøgletal forrentes egenkapitalen med 13%. Sammenholdt med at Arla i forbindelse med den nye konsolideringspolitik regnes med et afkast på konsolideringen på mellem 13 og 23% er resultatet ikke prangende men heller ikke urimeligt lavt, da det ligger indenfor rammerne heraf. Samtidig skal det bemærkes, at indtjeningen på 1,2 mia. er et måltal, som jo er påvirket af den afregningspris som fastsættes.

En sammenligning med forskellige børsnoterede mejerivirksomheder på Price/Earning (Børsværdi/indtjening) og selskabernes børsværdi i forhold til egenkapitalen giver et meget stort variationsområde.

Virksomhed	Børsværdi/egenkapital	Børsværdi/indtjening
Kerry Group Irland	3,2	14
Glanbia Irland	3,0	8
Emmi Schweiz	1,1	11
Parmalat Italien	1,0	22
Saputo Canada	3,7	20
Meiji Japan	1,1	22
Danone Frankrig	2,0	20
Bongrain Frankrig	0,8	10
Nestle Schweiz	3,6	17
Dean Foods USA	1,3	8
<b>Simpelt gennemsnit</b>	2,1	15,2

Hvis det simple gennemsnitstal anvendes på Arlas egenkapital på ca. 9 mia. og Arlas indtjening på 1,2 mia. vil børsværdien på basis af egenkapitalen være ca. 18 mia. kr. og på basis af indtjeningen ligeledes være ca. 18 mia. kr.

Selvom denne værdisætning må tages med alle mulige forbehold synes den dog at være et rimeligt grundlag for opstilling af de forskellige finansieringsmodeller.

### **6.3.1. Børsmodellen**

En børsnotering af Arla på basis af ovenstående værdisætning, og under forudsætning af at andelselskabet fastholder 50% af aktiekapitalen vil medføre en tilførsel af 18 mia. kr. til selskabet. Denne kapitaltilførsel vil umiddelbart kunne danne basis for en firedobling af selskabets aktiviteter gennem opkøb af hensigtsmæssige mejerivirksomheder og integrering af disse. Samtidig vil en konsolidering af virksomheden give mulighed for yderligere vækst.

Hvis der regnes med et afkast på den indskudte kapital på 15%, som ligger i den lave ende af Arlas udmeldinger på 13 – 23% vil der fremkomme et overskud på omkring 4 mia. kr. på årsbasis. Hvis der udloddes 50% i aktieudbytte vil der dels være tale om en konsolidering på 2 mia. kr. på årsbasis og dels en udbytteudlodning på 2 mia. Af udlodningen vil 1 mia. gå til andelsvirksomheden, som så vil kunne udlodde dette beløb til andelshaverne. Set i sammenhæng med andelshavernes nuværende situation vil den samlede pris incl. udlodning være af samme størrelse som den nuværende pris incl. konsolidering af virksomheden.

En børsnotering, der forudsætter at investorer indskyder 18 mia. kr. i virksomheden synes umiddelbart stor, men er af samme størrelsesorden som den nylige børsnotering af smykkevirksomheden Pandora hvor der blev udbudt aktier for et samlet beløb på 11,3 mia. kr. og den samlede børsværdi blev på 27 mia. kr.

Arla vil efter kapitaltilførslen have en markedsværdi på 36 mia. kr. hvilket kun er lidt over markedsværdien af Pandora ultimo oktober på 33,6 mia. kr. Til sammenligning kan det nævnes at Novos markedsværdi er 268 mia. kr. A.P. Møller-Mærskes markedsværdi er 204 mia. kr. Carlsbergs markedsværdi er 69 mia. kr. og Vestas markedsværdi er 36. mia. kr. Der vil således være tale om en af de store virksomheder på Københavns fondsbørs, men taget i betragtning af Arla er en danske/svensk virksomhed vil det vel være naturligt at foretage børsnoteringen i Stockholm såvel som i København. Det er iøvrigt bemærkelsesværdigt at alle disse virksomheder, med undtagelse af Vestas har en hovedaktionær med bestemmende indflydelse på virksomheden.

Beslutningsmæssigt vil en børsnotering med fastholdelse af 50% af aktiekapitalen i andelsselskabet medføre at andelshaverne vil kunne fortsætte med at styre virksomhedens forhold indenfor de grænser som følger af virksomhedens karakter af et børsnoteret selskab. Af hensyn til øvrige aktionærer vil der være behov for en tydelig signalgivning omkring varetagelse af selskabets interesser, og det vil sikkert være naturligt at andelsselskabet ikke fastholder en absolut majoritet i selskabet, specielt da der vil være en tredjedel af bestyrelsens medlemmer, som skal vælges af medarbejderne. Ligeledes vil det formentligt være at foretrække, at formandsposten ikke varetages af de af andelsselskabet valgte bestyrelsesmedlemmer, men af en udefra kommende formand, som også vil stå som en form for garant for at andelsselskabet ikke gennem bestyrelsen giver urimelige fordele til andelsselskabet og dermed mælkeleverandørerne til virksomheden. En sådan model, som medvirker til at afbalancere virksomhedens relationer til omgivelserne er f.eks. valgt i de irske børsnoterede selskaber.

Fordelen ved børsmodellen er, at der foreligger ret klare spilleregler i forbindelse med en børsnoteret virksomhed, således at alle interesser omkring virksomheden kan afbalanceres indenfor en alment kendt og accepteret ramme.

Derudover giver børsmodellen også andelsselskabet mulighed for i et eller andet omfang at udlodde aktier til andelshavernes frie rådighed, og derigennem mulighed for at reducere deres investering i selskabet. Dette vil dog på sigt medføre en yderligere udtynding af andelshavernes kontrol med virksomheden. Det er imidlertid en model som de irske selskaber har anvendt i betydeligt omfang. Således er kun omkring 24% af Kerrys aktier på nuværende tidspunkt ejet af det bagvedliggende andelsselskab.

Umiddelbart synes der at være en række fordele ved kapitaltilførsel via fondsbørsen. De dårlige erfaringer som Arla havde i forbindelse med Express Dairies i England, hvor der opstod grundlæggende konflikter i bestyrelsen omkring selskabets konsolidering og den samlede drift af aktiviteterne, bør i denne forbindelse ikke virke afskrækkende, idet interesserne i et børsnoteret Arla ikke vil være væsentforskellige mellem andelshavergruppen og øvrige aktionærer. Der vil således kunne fastholdes focus på den mest hensigtsmæssige drift og kapitalstruktur i virksomheden.

### **6.3.2. Institutionelle investorer**

Investering fra en gruppe af institutionelle investorer i Arla er en anden mulighed indenfor rammerne af en særlig selskabsdannelse. De danske institutionelle investorer har imidlertid dårlige erfaringer fra investeringerne i Md-Foods International og Tulip international. Med en snæver gruppe af investorer vil relationerne fra selskabet til investorerne naturligvis være mindre komplicerede end i et børsnoteret selskab.

Derudover ses der ikke at være væsentlige fordele forbundet med en konstruktion med få institutionelle investorer, og det vil vel også umiddelbart være mest fordelagtigt for disse at investere i forbindelse med en børsnotering. Investorerne bliver på denne måde ikke fastlåste i relation til virksomheden, kort sagt får de en mulighed for at stemme med fødderne, hvis de ikke er tilfredse med udviklingen.

Muligvis kunne visse institutionelle investorer være interesserede i at investere i en første fase med henblik på en senere børsnotering, hvilket vel også kunne være tilfældet for en kapitalfond.

For andelshaverne/andelsvirksomheden vil en struktur med institutionelle investorer fastlåse situationen på nogle områder. For det første vil mulighederne for senere kapitaludvidelser være begrænsede, idet de enkelte investorer enten skal komme med yderligere investeringer, eller investorkredsen skal udvides. For det andet giver modellen ikke nogen realistisk mulighed for at de enkelte andelshavere kan få mulighed for gennem udlodning af aktier at frigøre kapital.

Disse problemstillinger medfører, at en model med institutionelle direkte investorer næppe har særlige muligheder for succes. De institutionelle investorer bringer iøvrigt ikke andet til bordet end penge, idet de næppe besidder nogen form for virksomhedsledelsesmæssige kompetencer, som vil være til nytte i selskabet.

Til gengæld giver modellen gode muligheder for at andelselskabet/andelshaverne vil kunne opretholde kontrol med selskabet, netop fordi de institutionelle investorer normalt er meget tilbageholdende med at øve direkte indflydelse på deres investeringer. Dette forhold er naturligvis af en vis betydning set fra andelshavernes side, men det skal bemærkes, at kontrollen med selskabet skal udøves indenfor de rammer der fremgår af den valgte afregningsmodel for råvareleverancer.

### 6.3.3. Hovedinvestor

Umiddelbart kunne det være interessant for en virksomhed som Arla, eller for den sags skyld for Danish Crown, at etablere et samarbejde med en hovedinvestor, som kunne investere det nødvendige beløb af størrelsesordenen 18 mia. kr. i udvikling af virksomheden. Samarbejdsrelationerne i et sådant samarbejde vil kunne reguleres, således at der ikke skulle kunne opstå væsentlige interessekonflikter. Samtidig hermed vil der være mulighed for den rette partner, for at kunne bidrage med væsentlige input i forbindelse med virksomhedens ledelse og udvikling.

Det største problem i forbindelse med at tiltrække en hovedinvestor, er at finde en interesseret investor, som dels vil være i stand til at investere det nødvendige beløb, og dels kan bringe viden og erfaring ind i ledelsen af virksomheden.

I Danmark vil der formentlig kun være en virksomhed, som vil kunne leve op til kravene skitseret ovenfor, nemlig A.P. Møller-Mærsk. Denne virksomhed er opbygget med ganske få hovedaktivitetsområder, nemlig skibsfart, olieaktiviteter og detailhandelsvirksomhed. For A.P.Møller-Mærsk skulle interessen i at investere i mejeribrug være en investering, som er mindre konjunkturfølsom end virksomhedens skibsfart og olieaktiviteter. En sådan spredning af aktiviteterne vil samtidig gøre god brug af virksomhedens store investeringskapacitet.

A.P. Møller-Mærsk har tidligere investeret på tilsvarende måde, nemlig i forbindelse med opbygningen af Dansk Supermarked. Her blev der foretaget en 50/50 investering som fra 1964 til dato har været særdeles værdifuld for virksomheden. Det er netop en sådan langsigtet investering, som vil være værdifuld for andelsvirksomhederne.

Det væsentligste forhold i forbindelse med et sådant samarbejde er, at der etableres en høj grad af af tillid og sans for forpligtelse mellem parterne, baseret på en fælles forståelse af virksomhedens muligheder og begrænsninger. Herigennem vil der være mulighed for at få det fulde udbytte ud af samarbejdet.

Umiddelbart medfører denne struktur væsentlige begrænsninger i andelshavernes indflydelse på virksomheden, men som nævnt må investeringen i virksomheden kunne basere sig på et interessesammenfald, som gør det muligt at opnå den mest hensigtsmæssige drift af virksomheden.

Ulempen for andelshaverne er, at der i modsætning til børsmodellen næppe vil være mulighed for at udlodde andele af virksomheden til andelshaverne. Andelshaverne vil derimod med en hensigtsmæssig ejerstruktur i det bagvedliggende andelsselskab kunne få adgang til deres personlige kapital i andelsselskabet ved udtræden, enten direkte eller gennem forrentet omsættelig lånekapital.

#### 6.3.4. Konklusion

Kapitalscenariet indebærer en hurtig tilgang af investeringsmidler, således at der også på kort sigt vil være mulighed for at udbygge virksomheden væsentligt gennem opkøb. Da der primært regnes med investeringer i mejerivirksomheder, er der gode muligheder for på kort sigt at integrere disse, og dermed opnå de fusionsgevinster, der er nødvendige for at få forrentet den investerede kapital på et tilfredsstillende niveau.

Samtidig giver kapitalscenariet muligheder for at opbygge en virksomhed med en omsætning på op mod 200 mia. kr. og dermed en global markedsandel op mod 10% med de specielle fordele dette indebærer, specielt af markedsføringsmæssige og udviklingsmæssig karakter. Virksomheden vil på dette grundlag være den førende mejerivirksomhed i verden.

For virksomheden giver kapitalscenariet den største grad af frihed til at vælge sine investeringer, idet kapitalen umiddelbart er til rådighed herfor. Imidlertid opnås denne frihed med betydelige omkostninger.

For det første vil andelshavernes indflydelse på virksomheden blive begrænset i væsentlig omfang, idet kapitalinteresserne vil kræve en betydelig andel i denne indflydelse, på den ene eller anden måde.

For det andet medfører fastholdelse af 50% af virksomheden, sammen med virksomhedens vækst at andelshaverne vil få en betydelig gearing af deres råvareleverance. Med op mod en firdobling af råvaremængden i virksomheden vil andelshaverne have det økonomiske ansvar for en mælkemængde på omkring 16 mia. kg hvoraf kun omkring 6 mia. kg vil være leverancer fra andelshaverne. Gearingen på råvaresiden vil således være godt 160% hvilket også må tages i betragtning i forbindelse med vurderingen af dette scenarie.

Endeligt skal det bemærkes, at selve arbejdet med at etablere kapitalscenariet er meget omfattende. Under alle omstændigheder vil der i forbindelse med en børsintroduktion skulle udarbejdes et meget omfattende materiale. Som et eksempel kan nævnes, at Carlsberg i forbindelse med udvidelsen af aktiekapitalen med et provenu på godt 30 mia. kr. i 2008 udarbejdede et prospekt på mere end 500 sider for at beskrive forholdene omkring virksomheden og virksomhedens investeringer. Dette prospekt blev vel at mærke udarbejdet på basis af en fastlagt investering, og ikke med henblik på at åbne muligheder for upecificerede fremtidige investeringer. Samtidig hermed skal det bemærkes, at et børsprospekt i sin natur skal offentliggøres, hvorfor der i forbindelse hermed bliver en meget stor grad af åbenhed i forbindelse hermed. Kort sagt skal alle de væsentligste forhold omkring virksomheden fremgå af børsprospektet og bliver dermed offentliggjort.

Et tilsvarende prospekt for den schweiziske andelsselskabsdominerede mejerivirksomhed Emmi for tegning af nye aktier til en værdi af ca 0,5 mia. kr. omfattede 130 sider.

I forbindelse med investeringer fra få investorer eller en enkelt hovedinvestor vil der ganske givet blive stillet de samme krav om informationer om virksomheden, som i forbindelse med en børsintroduktion, men der vil ikke være tale om en tilsvarende grad af offentlighed i forbindelse hermed.

## 7. Sammenfattende betragtninger og perspektivering

Ovenstående tre scenarier kan betragtes som yderpunkter i en trekant, hvor den aktuelle udvikling af virksomheden ligger indenfor rammerne heraf. Vurderingerne af den konkrete ønskelige udvikling vil naturligt afhænge dels af de konkrete muligheder der opstår og dels af hvilke ønsker der er i andelshaverkredsen omkring den fremtidige udvikling.

I relation til den foreliggende redegørelse er det væsentligste element, hvilken struktur, der bedst muligt sikrer videreudviklingen af andelsvirksomhedens kulturelt baserede ledelses- og ejerform i fremtiden hvor såvel landmændene som deres andelsselskaber er blevet globale aktører.

I denne forbindelse vil det være naturligt at relatere sig til de af Internationale Co-operative Alliance opstillede definitioner for andelsselskaber. Dette så meget mere, som der er tale om en analyse relateret til international udvikling.

I kort form defineres andelsselskaber ved følgende egenskaber. Det skal her bemærkes, at der i Danmark er en tendens til at lægge hovedvægten på relationerne omkring andelsvirksomhedernes økonomiske aktiviteter og resultater.

- Et andelsselskab er en selvstændig sammenslutning af personer frivilligt forenet for at få opfyldt deres økonomiske, sociale og kulturelle behov og hensigter gennem et fælles ejet og demokratisk controlled virksomhed.
- Andelsselskaber er baseret på værdierne selvhjælp, ansvarlighed, demokrati, lighed, medlemskapital og solidaritet. Andelsvirksomhedernes medlemmer tror traditionelt på de etiske værdier ærlighed, åbenhed, social ansvarlighed og hensyntagen til andre.

På det grundlag er der opregnet en række principper, som kan betragtes som retningslinier for hvordan andelsvirksomhederne overfører principperne til praktiske aktiviteter.

- Medlemskab skal være åbent og frivilligt for alle der har ønske om at deltage og er villige til at acceptere de forpligtelser, der er forbundet med medlemskab
- Der skal være demokratisk medlemskontrol. Dette indebærer en mand en stemme som grundlag i de primære selskaber.
- Medlemmerne deltager på lige fod i finansieringen af virksomheden. Der betales ingen eller en begrænset rente af investeret kapital. Overskuddet tilhører medlemmerne og fordeles i forhold til omsætningen mellem medlemmernes og selskabet.
- Andelsselskaber er selvstændige og uafhængige virksomheder kontrolleret af medlemmerne
- Andelsselskaber stiller uddannelse, træning og information til rådighed for medlemmerne
- Andelsselskaber tjener deres medlemmer mest effektivt ved at samarbejde i lokale, nationale, regionale og internationale strukturer
- Andelsselskaber arbejder med henblik på bæredygtig udvikling af deres samfund ud fra medlemmernes opfattelse heraf.

Der foreligger således et klart principielt grundlag for at vurdere de forskellige scenarier, og de aktuelle strukturer, der ligger indenfor rammerne af disse.

## **7.1. Andelsselskabet som et primært økonomisk samvirke**

I den danske tradition for landmandsejede andelsselskaber er det økonomiske samarbejde helt i centrum. Dette fremgår ligeledes af Arlas vedtægter, som helt tydeligt alene indebærer at selskabets formål er at fremme andelshavernes økonomiske interesser ved at drive mejerivirksomhed ved at modtage, behandle og afsætte andelshavernes mælkeproduktion, og deraf forarbejdede produkter.

Derudover indeholder vedtægterne mulighed for at engagere sig i andre aktiviteter, men det er en forudsætning at disse aktiviteter ligeledes fremmer andelshavernes økonomiske interesser.

Centreringen omkring andelshavernes økonomiske interesser synes også at være i god overensstemmelse med opfattelsen hos Landsforeningen af Danske Mælkeproducenter. Der er dog uoverensstemmelser omkring hvordan dette mål skal realiseres. Det er iøvrigt bemærkelsesværdigt i denne sammenhæng, at Landsforeningen er i stand til at have et medlemstal på godt 2.000, hvilket skal sammenholdes med Arlas danske andelshaverkreds, som er på godt 4.000. Selvom der er andre mejerier i Danmark, er der ingen tvivl om at op mod halvdelen af Arlas danske medlemmer er af den opfattelse, at de udover den vedtægtsmæssige repræsentation også er af den opfattelse, at der er behov for en organisation til at varetage mælkeproducenternes interesser generelt, men også i relation til Arla.

Dette kan selvfølgelig tolkes som om der er en interessekonflikt mellem mælkeproducenterne og deres andelsselskab, selvom også Landsforeningen koncentrerer sig om de økonomiske forhold for andelshavere og mejeriselskab. Det er karakteristisk at Landsforeningen på mange måder trækker i retning af ændringer i andelshavernes forhold, hvor mejeriselskabet er af mere bevarende karakter.

Med reference til ovenstående afsnit 3.1.3 hvor der opstilles et forslag til en ny kapitalstruktur, med en meget mere individualistisk tilgang til kapitalstrukturen i andelsselskabet synes der at være mulighed indenfor ovenstående grundlæggende andelsværdier, og endda indenfor rammerne af andelsprincipperne at kunne tilgodese de betydningsfulde kræfter, der trækker i en mere individualistisk retning, uden at skade andelsvirksomhedens muligheder for at fungere.

Det skal for god ordens skyld bemærkes, at der ikke i den forbindelse efterlades nogen tvivl om, at udbyttet af andelsvirksomhedens drift kommer andelshaverne tilgode i forhold til deres leverancer til andelsselskabet. Det nye i den forbindelse er at konsolideringen baseres på den individuelle andelshaver.

Helt grundlæggende kan man vel sige, at andelsselskabet, på basis af råvareleverancerne, og med et tilstrækkeligt kapitalberedskab er i stand til at varetage sine funktioner uafhængigt af, hvorledes andelshaverne regulerer forholdene indbyrdes.

Andelshavernes vitale økonomiske interesser, og deres focus på selskabets økonomiske ydeevne, er et grundlæggende vurderingskriterie i forbindelse med vurderingerne af forskellige alternative udviklingsmuligheder, som skitsere i de tre scenarier herfor. Herigennem er der etableret et stærkt element som basis for vurderingerne.

Andelshavernes økonomiske tilgangsvinkel skal dog også ses i relation til andelshavernes risikovillighed, og deres muligheder for at stille tilstrækkelig finansiel kapacitet til rådighed for andelsselskabet. Hvis denne ramme ikke giver andelsselskabet muligheder for en optimal udvikling,

kan det meget vel være således, at andelshavernes økonomiske interesser tilgodeses optimalt gennem finansielt samarbejde med eksterne finansieringskilder.

I disse tilfælde kan den økonomiske vurdering være forholdsvis enkel, men som anført i næste afsnit, kan der være principielle og holdningsmæssige forhold, som trækker i en anden retning.

## **7.2. Principielle og holdningsmæssige betragtninger**

Ved siden af de rent økonomiske interesser omkring andelsselskaberne er de væsentligste elementer det åbne og frivillige medlemsskab, fastholdelse af virksomhedens selvstændighed og den demokratiske beslutningsstruktur i virksomheden. Disse forhold ses bedst i en sammenhæng, idet der her er tale om forhold af mere principiel karakter.

Det åbne og frivillige medlemsskab er naturligt underlagt de generelle betingelser, der er knyttet til medlemsskab. Herunder specielt de kapitalmæssige og konsolideringsmæssige relationer, som medfører, dels at det koster at blive medlem, og dels at der kan frigøres kapital ved ophør af medlemsskab. Derudover vil der i en række tilfælde være tale om en regulering fra konkurrencemyndighedernes side, såfremt andelsselskabet vurderes at have en dominerende stilling på råvaremarkedet. Dette skal ses i relation til leveranceforpligtelsen fra den enkelte andelshaver, som kan reguleres, f.eks. med en begrænsning af forpligtelsen i relation til den samlede produktion, og i forbindelse med opsigelsesperioderne fra andelshavernes side.

Grundlæggende sker der her en offentlig regulering af relationerne mellem andelshavere og andelsselskab, således at andelshavernes binding i tid og mængde reguleres ud fra konkurrencereguleringssynspunkter. Andelshavernes muligheder for helt eller delvist at fravælge andelsselskabet, og den frihed dette indebærer, har som modpol en øget usikkerhed for andelsselskabet på de for selskabet vitale råvareleverancer.

Fastholdelse af virksomhedernes selvstændighed og den demokratiske beslutningsstruktur er knyttet tæt sammen. Her er det centrale spørgsmål den struktur, hvis basis er "en mand en stemme". I forbindelse med sekundære andelsselskaber er det almindeligt at dette princip fraviges helt eller delvist, således at indflydelsen baserer sig på leverancerne til selskabet, og altså dermed direkte følger den økonomiske interesse. Dette må anses for naturligt, specielt hvis der er indbygget en eller anden form for mindretalsbeskyttelse i denne forbindelse.

For de primære andelsselskaber er situationen lidt mere kompliceret. En fastholdelse helt igennem af en mand en stemme kan vanskeliggøre fusioner, hvis der er betydelig strukturel forskel andelshavergrupperne imellem. Et eksempel herpå er Arla, hvor de svenske andelshavere er gennemsnitligt har leverancer som er mindre end halvdelen af de danske andelshavere. I 2009 leverede de danske andelshavere gennemsnitligt 1,1 mio. kg. mælk og de svenske andelshavere gennemsnitligt 0,5 mio. kg. mælk. Hvis Arla var organiseret som et sekundært selskab ville der ikke være principielle problemer med at fordele beslutningsretten i dette selskab på basis af råvareleverancerne fra de primære nationale andelsselskaber, men dette ville have to problemstillinger indbygget.

For det første er det tvivlsomt om minoritetsandelshaveren ville have indgået i en sådan konstruktion med den deraf følgende manglende indflydelse, som ville være institutionaliseret

gennem de bagved liggende primære andelsselskaber. Dette ville indebære at alle beslutninger ville kunne træffes af majoritetsandelshaveren, uden hensyntagen til den anden part.

For det andet ville der på den ene eller anden måde være en opdeling af de samlede aktiviteter, således at der næppe ville være mulighed for at opnå de samlede stordriftsfordele, som en fuldstændig fusion indebærer.

Gennem en kreativ udvikling af vedtægterne i Arla er der skabt enighed om at fordele magten i selskabet delvist baseret på antallet af andelshavere og delvist på basis af indvejet mælkemængde. Herigennem er der sket en afbalancering, således at de svenske andelshavere opnår en overrepræsentation i forhold til mælkemængde (32 mio. kg mælk giver en plads i repræsentantskabet, mod 52 mio. kg fra danske andelshavere) hvorimod de svenske andelshavere er underrepræsenterede i relation til antallet af andelshavere (65 svenske andelshavere får 1 plads i repræsentantskabet mod 46 danske andelshavere). Herigennem er der så etableret et samlet repræsentantskab, som er virksomhedens overordnede selskabsorgan og som er i stand til at træffe de overordnede beslutninger ud fra selskabets samlede interesser.

Der er næppe tvivl om at strukturer af denne karakter vil være nødvendige i forbindelse med fremtidige fusioner, og må vel overordnet set anses for at være i orden i forhold til de formulerede andelsprincipper, selvom de ikke lever op til den konkrete ordlyd.

I de følgende afsnit vurderes på basis af ovenstående, hvorledes de enkelte scenarier kan placeres ind i den ramme som andelsværdierne og andelsprincipperne udstikker

### **7.3. *Andelshaverscenariet – Dairy Europe***

Set i relation til de grundlæggende andelsværdier og de dertil knyttede andelsprincipper er andelshaverscenariet – Dairy Europe i det alt væsentlige ukontroversielt. Der vil hverken i relation til andelshavernes vitale økonomiske interesser eller i forbindelse med indflydelsesstruktur etc. være væsentlige knaster.

Det er således ikke på disse områder, at andelshaverscenariet vil give anledning til vanskeligheder. Derimod vil der være en kulturel dimension i et bredt funderet europæisk andelsselskab, som kan give anledning til både sorger og glæder.

For det første vil de overordnede beslutningsorganer f.eks. en eller anden form for repræsentantskab og selskabets bestyrelse blive sammensat af personer med forskellig nationalitet, dvs. forskellig kulturel baggrund og forskellige sprog. Dette forhold medfører, at der vil være en række praktiske forhold som der skal tages højde for. Her tænkes f.eks. på tolkning i forbindelse med møderne og naturligvis også skriftlig information på forskellige sprog. Disse praktiske forhold må dog anses for at være af mindre betydning. For så vidt angår selskabets bestyrelse vil det være af stor betydning, hvis det er muligt at afholde møderne på et for medlemmerne fælles sprog, da der herigennem opnås den frieste dialog deltagerne imellem.

Dernæst kan man naturligvis frygte, at der på basis af bestyrelsesmedlemmer og repræsentantskabsmedlemmers forskellige baggrund kan opstå vanskeligheder ved at træffe konkrete beslutninger. Hver enkelt person i disse ledelsesorganer vil sandsynligvis være valgt ud

fra lokale interesser, hvis varetagelse meget let kan komme i konflikt med virksomhedens overordnede mål. Selvom der vil være tale om en omfattende virksomhed, må det af hensyn til beslutningseffektiviteten anses for hensigtsmæssigt at disse organer kommer til at bestå af et relativt lavt antal medlemmer. Den underliggende demokratiske struktur må således i væsentligt omfang løse opgaven omkring engagement i relation til de enkelte andelshavere, og vel at mærke uden i den forbindelse at have mulighed for at gribe ind i virksomhedens effektive drift.

På den anden side medfører den brede kulturelle og sproglige repræsentation i virksomheden, at der på ejerplan, og naturligvis også på lokalt ledelsesplan vil være en dyb indsigt i de lokale markedsmæssige betingelser. Dette forhold vil kunne gavne virksomheden væsentligt, da strukturen i Dairy Europe vil omfatte en række hjemmemarkeder, hvor det er væsentligt at kunne optræde i overensstemmelse med gældende lokale normer og retningslinier. Dairy Europe vil netop på grund af det fordelte ejerskab være i en særdeles fordelagtig stilling sammenholdt med virksomheder, der med udgangspunkt i et enkelt land skal placere sig i markedet.

Da det grundlæggende element i Dairy Europe er etablering af stordriftsfodele og kritisk masse primært gennem fusioner af andelsvirksomheder, vil der ikke være væsentlige hindringer for vækst af finansielle årsager, hvilket i sig selv indebærer at andelshaverne kan bibeholde såvel den økonomiske som ledelsesmæssige selvbestemmelse.

Umiddelbart betragtet synes dette scenarie at tilbyde en særdeles attraktiv model for udvikling af et mejeriselskab der vil være i stand til at blive den væsentligste spiller på det internationale mejerimarked, samtidig med at der bibeholdes en solid forankring i virksomhedens forskellige hjemmemarkeder.

Tilbage står i grunden kun vurderinger af, i hvilket omfang det vil være muligt, indenfor en rimelig tidshorisont, at gennemføre internationale fusionsprocesser i tilstrækkeligt omfang. Forudsætningen herfor er sikkert, at der fra væsentlige aktører i den nuværende struktur tages initiativer til dels at synliggøre fordelene ved strukturudviklingen og dels at identificere de mest oplagte fusionsemner og konkret søge at etablere forhandlinger med disse. Det vil sikkert være nødvendigt for processen, at en eller flere væsentlige aktører, eventuelt i et samarbejde, ligesom træder et skridt tilbage og formulerer grundlaget for en europæisk fusionsstruktur.

Egentlig er der i denne forbindelse vel bare tale om at de fusionsbevægelser, der har karakteriseret andelsmejeriudviklingen rundt omkring i Europa føres over på fælleseuropæisk plan. Denne udvikling har også indeholdt en række opkøb af private virksomheder, som så efterfølgende er integreret i andelsvirksomhederne, hvilket også kan være interessant i den fremtidige udvikling.

Hvis der trækkes en linie tilbage til MD-Foods udvikling i Danmark, skal de bemærkes, at gennemførelse af samlingen af den overvejende del af den danske mælkeproduktion i et selskab, baserede sig på en fast formuleret politik om netop at samle mælken, men også i en praktisk gennemførelse som indebærer særdeles væsentlige konflikter under processens forløb. Der er næppe tvivl om at tilsvarende processer og konflikter har været en væsentlig faktor, også i andre europæiske lande.

Afslutningsvis skal det bemærkes at der indenfor EU allerede i 2003 blev opstillet en statut for etablering af egentlige europæiske andelselskaber, SCE-selskaber, hvilket skulle gøre det enklere at etablere fælles europæiske andelselskaber. Da reglerne herfor i meget væsentligt omfang knytter

sig til nationale regler for SCE selskabets hovedsæde/hjemsted er der gode muligheder for at optimere placeringen heraf under hensyntagen til forskellige nationale regler, f.eks. i forbindelse med beskatning o.l.

#### **7.4. Gearingsscenariet**

Gearingsscenariet er et scenarie, der ved en overfladisk betragtning ser ud til at leve op til såvel andelsværdierne som andelsprincipperne. Imidlertid er der en række forhold knyttet til dette scenarie, som giver anledning til en dyberegående analyse.

Opfyldelse af andelshavernes vitale økonomiske interesser, er i dette scenarie begrænset af betydelige restriktioner som følge af de begrænsede finansielle ressourcer, der er til rådighed. Der er ganske enkelt ikke ressourcer til rådighed for at opnå den optimale vækst og dermed de fordele ved internationalisering og stordrift, som ellers ville kunne opnås. I samme forbindelse skal det bemærkes, at selvom der på sigt sker en betydelig konsolidering af andelsselskabet i dette scenario, vil disse ressourcer netop først være til rådighed i det fulde omfang over et længere åremål, med de deraf følgende tidsmæssige problemstillinger.

Samtidig med denne problemstilling medfører gearingen af aktiviteterne at andelshavernes risiko bliver meget betydelig set i sammenhæng med deres egne leverancer, og dermed direkte interesse i selskabets aktiviteter. Det kan også udtrykkes således, at andelshaverne i dette scenarie dels har den naturlige økonomiske interesse knyttet til deres råvareleverancer, og en meget stor kapitalbaseret interesse som er knyttet til deres ekstra investering i virksomheden. Da der imidlertid ikke sker, og næppe kan ske, en økonomisk effektiv adskillelse af aktiviteterne kommer andelshaverne let i en udsat situation, hvis de gearingsbaserede aktiviteter ikke udvikler sig på en økonomisk hensigtsmæssig måde. Med en gearing på omkring 180% bærer den enkelte andelshaver det økonomiske ansvar for op mod 3 gange sin egen råvareleverance. Når det går godt, er dette naturligvis fordelagtigt, men i den modsatte situation kan der være tale om store tab for den enkelte andelshaver.

Kort sagt er der betydelige fordele, men også betydelige risici forbundet med mulighederne i dette scenarie for at opnå en opfyldelse af andelshavernes vitale økonomiske interesser.

Med hensyn til opretholdelse af andelsselskabets selvstændighed indebærer scenariet i teorien ikke væsentlige begrænsninger, men det skal dog bemærkes, at der med gearingen på råvaresiden også følger betydelig en finansiell gearing, som ganske givet medfører at eksterne långivere vil stille en række krav til virksomheden finansielle nøgletal, hvilket under uheldige omstændigheder kan stille virksomheden under pres, herunder medføre reducerede råvarebetalinger til selskabets andelshavere.

Et åbent og frivilligt medlemsskab af andelsvirksomheden vil på den ene side indebære, at der er en risiko for at miste andelshavere i betydeligt omfang, hvis udviklingen i virksomheden er utilfredsstillende. Herved vil der blive et større pres på tilbageblivende andelshavere, og der kan også blive tale om at andelshavere i en sådan situation finder det hensigtsmæssigt at ophøre med mælkeproduktion. På den anden side vil virksomheden under gunstige omstændigheder formentlig kunne tiltrække ny andelshavere blandt leverandørerne til de gearede aktiviteter, og herigennem reducere risici samtidig med at der opstår forbedrede vækstmuligheder.

Andelshavernes demokratiske kontrol med virksomheden kommer i dette scenarie ikke under pres. Imidlertid kan der stilles spørgsmålstegn ved, om scenariet lever op til andelsprincippet, idet op mod to tredjedele af leverandørerne er udelukket fra på nogen måde at delstage i beslutningsprocesserne, medmindre de melder sig ind i andelsselskabet. Da mulighederne for at melde sig ind i andelsselskabet må formodes at være til stede, kan dette imidlertid ikke betragtes som et brud på disse principper.

Afslutningsvis skal der i forbindelse med ovenstående redegørelse bemærkes, at gearingsscenarioet i øvrigt er præget af, at andelsselskabet frit kan søge de mest hensigtsmæssige investeringer, såvel i andre mejerivirksomheder som i organisk udvikling af selskabet på nye markeder og med nye produkter. Scenarioet indebærer således en betydelig fleksibilitet for andelsselskabet til at udnytte de muligheder for vækst og økonomisk udbytte som måtte opstå hen ad vejen. Dermed er der tale om et udviklingsscenarie, som på mange måder er overskueligt, og det er da også en udvikling tæt på dette scenarie som præger Arlas nye udviklingsplan.

## **7.5. Kapitalscenariet**

Umiddelbart betragtet er kapitalscenariet meget langt fra at opfylde såvel andelsværdierne som andelsprincipperne. Generelt betragtes eksternt ansvarlig kapital som et fremmedelement som der ikke er plads til i andelsvirksomhederne, såfremt der er knyttet medbestemmelsesret til forholdet. Da dette netop er et kerne punkt i kapitalscenariet, synes den umiddelbare betragtning at være selvopfyldende. Imidlertid er der behov for en nærmere analyse heraf.

For det første indebærer kapitalscenariet, at andelshavernes vitale økonomiske interesser tilgodeses i et meget betydeligt omfang. Kapitalscenariet indebærer, at virksomhedens vækst ikke er begrænset af mangel på risikobærende kapital. Virksomheden kan altså udvikle sig størrelses- og aktivitetsmæssigt på den for virksomheden, og dermed ejerne heraf, mest hensigtsmæssige måde rent økonomisk. Der er mulighed for at realisere stordriftsfordele og internationaliseringsfordele i det mest optimale omfang.

Da det samtidig i kapitalscenariet er forudsat, at der er etableret hensigtsmæssige afregningsstrukturer for andelshavernes leverancer til virksomheden, vil resultaterne af den optimale økonomiske drift komme andelshaverne tilgode på lige fod med andre investorer. Da kapitalscenariet endvidere indebærer en ikke ubetydelig gearing af andelshavernes råvareleverancer, er der et yderligere incitament til at arbejde med denne model.

Med hensyn til at opretholde virksomhedens selvstændighed er der heller ikke grund til betænkeligheder. Driftsvirksomheden, som i sin juridiske struktur nødvendigvis må være et aktieselskab, vil i kapitalscenariet være ejet dels af andelshaverne i andelsselskabet og dels af kapitalinteresser, men vil derudover være uafhængigt af tredjepart.

Med driftsvirksomheden organiseret som et uafhængigt aktieselskab, og afregningsforholdene på plads, er andelshaverne i betydeligt omfang isoleret fra de økonomiske resultater i virksomheden. Specielt skal det bemærkes, at gearingen i denne model baserer sig på at andelshaverne i realiteten i modellen som den foreligger aktiverer en betydelig good will i forbindelse med transaktionen. Gearingen er ganske enkelt et udtryk for at de eksterne investorer gennem investeringen i

virksomheden tilskriver andelshaverne en større del af virksomheden. På det grundlag må det konkluderes, at virksomheden i dette scenarie tilgodeser andelshavernes vitale interesser i et meget stort omfang, samtidig med at andelshavernes risiko er ret begrænset.

I dette scenarie må den frivillige og åbne adgang til virksomheden formidles via det andelsselskab, som er halvpart i driftsvirksomheden. Der er ingen grund til at forvente, at dette forhold vil bringe større vanskeligheder med sig end det tilsvarende forhold i de andre opstillede scenarier. Også her er det forudsat at vedtægterne er udformet med den største grad af individuelle hensyn til den enkelte andelshaver.

Hvor dette scenarie i stor udstrækning kommer i konflikt med andelsprincipperne er i forbindelse med andelshavernes demokratiske kontrol med virksomheden. Uanset graden af demokratisk kontrol i andelsselskabet vil der være en magtdeling i driftsselskabet som tilgodeser eksterne investorer. Det vil således ganske enkelt være således at de eksterne investorer vil have en meget betydelig indflydelse i selskabet. En nærmere vurdering af dette forhold giver dog anledning til nogle bemærkninger.

En 50/50 fordeling af ejerskabet mellem andelsselskabet og de eksterne investorer indebærer at andelshavernes indflydelse overstiger deres direkte råvarebaserede økonomiske interesse i driftsvirksomheden. Dette forhold fremgår også af at der er tale om en gearing af råvareleverancerne. Andelshavernes indflydelse, som udmærket kan være etableret på et demokratisk grundlag i det bagved liggende andelsselskab, er altså væsentligt større end deres råvareleverancer betinger.

Indvendingen er altså alene, at andelshaverne ikke har bevaret den fulde kontrol med virksomheden. Til gengæld har de opretholdt en væsentlig indflydelse på en virksomhed, som er langt større end den virksomhed, som de selv ville være i stand til at skaffe det finansielle grundlag for.

Der hvor vandene virkelig skilles er i relation til andelsprincippet om at eksterne leverandører af ansvarlig kapital skal indgå i virksomheden på betingelser, som ikke anfægter den demokratiske kontrol fra andelshavernes side, og dermed virksomhedens selvstændighed som et andelsforetagende. Som det fremgår af ovenstående er dette principielle forhold på ingen måde tilgodeset i kapitalscenariet. Hvor stor vægt dette forhold kan tillægges i et konkret udviklingsforløb afhænger vel af det samlede billede.

Det skal for god ordens skyld bemærkes, at selvom andelshaverne opretholder en majoritet i driftsselskabet vil ovenstående forhold alligevel gøre sig gældende, da en andelshavermajoritet indenfor lovens rammer har helt begrænsede muligheder for at tilgodese andelshaverne på bekostning af eksterne investorer. Selvom det i formaliteten i et sådant tilfælde vil være andelshaverne der har en majoritet i de besluttende organer, skal disse besluttende organer varetage driftsselskabets interesser og ikke en enkelt aktionærgruppe. Der foreligger derfor et reelt brud i relation til at selskabet skal varetage andelshavernes interesser, selskabet skal på lige fod varetage alle aktionærers interesser. Dette må iøvrigt anses for en helt nødvendig forudsætning for at tiltrække eksterne investorer til selskabet.

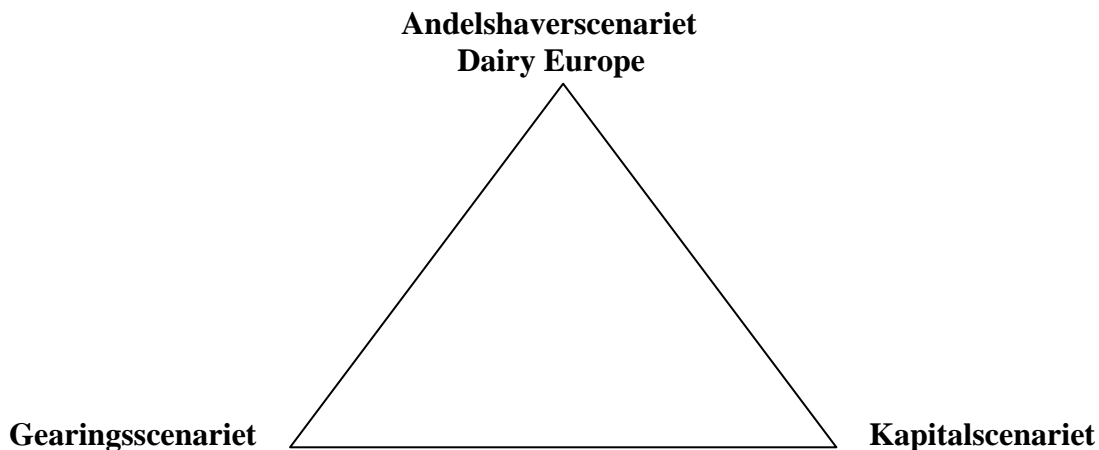
## 7.6. Perspektivering

Opstillingen af de tre scenarier skal ikke betragtes som alternative udviklingsmuligheder for andelsvirksomheden. Derimod skal de anvendes til at definere et aktuelt arbejdsområde, som udviklingen kan gennemføres indenfor.

Scenarierne kan betragtes som hjørner i en trekant, og der er så mulighed for indenfor denne ramme at kunne vurdere konkrete handlingsmuligheder. Ideen med scenarierne er at der herigennem kan ske en sammenkobling af konkrete handlingsplaner og de overordnede konsekvenser, der er knyttet hertil.

Der er således tale om en hjælp til at definere virksomhedens praktiske politik og de angrebsvinkler, der kan tages i anvendelse i forbindelse hermed.

Konkret er billedet følgende.



Inden for denne ramme kan der opstilles forskellige alternativer som så på den basis kan vurderes i relation til de overordnede hensyn, som konkret ønskes tilgodeset.

Af de tre scenarier må kapitalscenariet betragtes som noget isoleret fra de to øvrige scenarier. Det er nemt at forestille sig glidende overgange mellem andelshaverscenariet og gearingscenariet, idet der for disse to scenarier kun er gradforskelle i relation til de overordnede principper. For kapitalscenariet synes forskellene at være større, men når der henses til den konkrete analyse er der alligevel kun tale om ret beskedne differencer.

Specielt skal det bemærkes at rent beslutningsstrukturmæssigt er gearingscenariet og kapitalscenariet karakteriseret ved en tæt tilknytning til den eksisterende andelshaverkreds og dermed geografisk placeret i Danmark/Sverige med de kulturelle fordele dette indebærer.

Ligesom der er tale om en overordnet ramme relateret til scenarierne er der også indenfor rammerne mulighed for, dels at definere et aktuelt udgangspunkt, og derudfra at opstille en plan for i hvilken retning udviklingen anses for hensigtsmæssig.

Iøvrigt skal det bemærkes, at udviklingen i mange situationer er præget af pludseligt opståede muligheder, og også i den forbindelse er det af praktisk betydning at have defineret en ramme for mulige hændelsesforløb. Herigenem er der mulighed for at kunne opfange sådanne konkrete muligheder indenfor det vindue, hvor de er tilgængelige.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at der gennem den foreliggende fremstilling er peget på et meget bredt spektrum af handlingsmuligheder for andelsvirksomhederne, som i særdeleshed vil kunne tilgodese andelshavernes vitale økonomiske interesser, og som samtidig i meget væsentligt omfang kan tilgodese andelværdierne og andelsprincipperne.

## 8. Epilog

Som det fremgår af ovenstående samlede perspektivering er der rige muligheder indenfor bestående rammer at tilgodese såvel andelshavernes vitale økonomiske interesser, som at tilgodese andelsværdierne og andelsprincipperne. Der er således ikke brug for noget paradigmeskift for at kunne udvikle andelsvirksomhederne i den fremtid, som tegner sig med såvel virksomhederne som andelshaverne som globale aktører.

Der er enorme muligheder ude i verden for at strukturudvikle og der i gennem udnytte mulighederne for stordrift og internationalisering af aktiviteterne til gavn og glæde for andelshaverne, men naturligvis også med den dertil knytte risiko for at tage fejl.

Problemstillingen er mest et spørgsmål om

- Vilje
- Evne
- Mod til at engagere sig
- Personlige egenskaber og holdninger hos nøglepersoner

Viljen til at ville, eller sagt på en anden måde, at nøglepersonerne i bestyrelse og direktion vil engagere sig i strukturudviklingen, uanset hvilken model der iøvrigt bringes i anvendelse. Uden vilje sker der ingenting. Med ildsjæle i front er der uanede muligheder.

Evne til at sikre det nødvendige kapitalberedskab, og til at identificere de bedste integrationsmuligheder i markedet. Evne til at gennemføre lange og komplicerede forhandlingsforløb med tilfredsstillende resultater, som vel at mærke kan vedtages i de kompetente forsamlinger. Evne til effektivt at gennemføre integration af aktiviteter ud fra klare økonomiske målsætninger.

Mod til at træffe de store beslutninger og mod til at følge op på aktiviteterne efterfølgende. Mod til at stoppe aktiviteter i tide, hvis de ikke lever op til forventningerne, og dermed realisere tabene. Mod til at stille sig i forreste række.

Personlig villighed hos nøglepersonerne til ændringer og udvikling. Personlig forpligtelse overfor virksomhedens målsætninger. Personlig villighed til at indpasse sig i en større struktur, herunder villighed til at vige pladsen, således at der kan opstilles en for alle parter acceptabel ledelsesstruktur.

Ligesom mulighederne er mangfoldige er også kravene mangfoldige, men der er karakteristisk for andelsvirksomhederne, at de over en langt tidsrum har været i stand til at leve op til de omfattende krav der stilles til dem, og derigennem cementeret deres position som centrale aktører i værdikæden fra jord til bord.

Der er gode forudsætninger for at dette også vil blive tilfældet i fremtiden. Med formulerede forventninger muligheder og krav er der blot behov for at vælge og ansatte centrale beslutningstagere lever op til situationen, og viderefører den trend, der har præget udviklingen i den danske landmandsejede andelssektor gennem de sidste mange år.

Udviklingen af virksomhederne, med de nye krav der stilles, i forbindelse med yderligere vækst og internationalisering må betragtes som en kontinuerlig proces, som må forventes at forløbe over et langt tidsperspektiv.

Den virkelige udfordring i forbindelse hermed, er at sikre virksomhedernes fortsatte trivsel og vækst over det lange tidsperspektiv, således at man ikke kommer til at dele skæbne med den lange række af hæderkronede virksomheder, som er forsvundet over tiden, men derimod fortsat kan udvikle sig i takt med tidens krav.

gearing, hvilket primært kan opnås ved at arbejde med internationale fusioner af andelsselskaber. Den største sikkerhed i denne forbindelse opnås ved at basere udviklingen på den mindste grad af Den forankring i de lokale markeder, der opnås i forbindelse hermed er en væsentlig faktor for stabilitet og risikominimering.

## 9. Litteratur m.v.

I nærværende redegørelse er der ikke henvist til konkrete kilder i forbindelse med teksten. Selskabs/organisationsspecifikke oplysninger er hentet fra selskabernes/organisationernes hjemmesider, eller fra iøvrigt offentligt tilgængelige oplysninger på internettet, som fremkommer ved søgninger på selskaberne/organisationerne. En redegørelse af den foreliggende karakter er i meget betydelig udstrækning afhængig af den nemme og hurtige informationsadgang, som er til rådighed via internettet.

I forbindelse med udarbejdelsen af redegørelsen er der hentet inspiration fra en række publikationer, hvoraf de væsentligste er følgende.

- Bigum, J. 2007. Mælkevejen, Hovedland
- Bjaldby, P. 1996. The Chinese Market For Dairy Products, Handelshøjskolen i København
- Bjørn, C. 1993. Anders Nielsen Svejstrup Østergård, Landbohistorisk selskab
- Bjørn, C. 1982. Dansk mejeribrug 1882 – 2000, De danske Mejeriers Fællesorganisation
- Boye, K. 2003. Finansiering af andelsselskaber, Den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Bønnelycke, M. 2005. Analysis of Synergy Opportunities, Copenhagen Business School
- Clapp, J. 2009. Corporate Power in Global Agrifood Governance, The MIT Press
- Danmarks Eksportråd. 2003. Background Report on the New Zealand Dairy Industry
- Danske Slagterier, 1987. De første hundrede år, Danske Slagterier
- Gaull, G. et al. (ed). 1993. The Emerging Global Food System, Wiley & Sons
- Hansen, B. et al. 2004. Andelsledelse, Handelshøjskolens Forlag
- Hansen, L. S. 2002. Kapitalstruktur i danske andelsselskaber, Den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Hybholt, F. 1994. Andelsvirksomhedernes internationalisering og kapitalforhold, Sydjysk Universitetsforlag
- Kennelly, J. 2001. The Kerry Way, Oak Tree Press
- Landsforeningen af Danske Mælkeproducenter. 2003. Kapitalen og ejerskabet i VORES mejeriselskab
- Larsen, M. 2001. The Consolidation of the European Dairy Industry, Copenhagen Business School
- Laursen, C. 2005. Member Satisfaction and Participation in the Modern Danish Cooperatives, Den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Nielsen, O. 1999. Andelsselskabernes Internationalisering, Den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Pedersen, M. 2004. Egenkapitalmodellens betydning for tiltrækning af egenkapital, Den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Rose, R. et al. (ed) 1997. Issues in Agricultural Competitiveness, International association of Agricultural Economists
- Svensden, M. Aa. 2006. Internationalisation of Agricultural Cooperatives, den Kongelige Veterinær og Landbohøjskole
- Vedholm, H. 1995, Kernen i Mejeribruget, MD-Foods