



NOTAT

KAPITALSTRUKTUR I PRIVATE BARNEHAGER FOR KUNNSKAPSDEPARTEMENTET

22. OKTOBER 2018

Leveransen er utarbeidet for oppdragsgiver, og dekker kun de formål som med denne er avtalt. All annen bruk og distribusjon skjer for oppdragsgivers regning og risiko. BDO AS eller BDO Advokater AS vil ikke kunne gjøres ansvarlig overfor en tredjepart.



INNHold

1	INNLEDNING.....	3
1.1	BAKGRUNN OG PROBLEMSTILLINGER.....	3
1.2	METODE	3
2	DESKRIPTIVT SITUASJONSBILDE	4
2.1	ANALYSE AV LEIEKOSTNADER.....	4
2.2	ANALYSE AV FINANSKOSTNADENE I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER.....	6
2.3	ANALYSE AV GJELD I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER	8
2.4	ANALYSE AV GJELDSGRADEN I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER.....	10
3	ANALYSER OG BETRAKTNINGER OM KAPITALSTRUKTUR	13
3.1	FINANSTEORETISK TILNÆRMING TIL OPTIMAL KAPITALSTRUKTUR	13
3.1.1	Tre ulike teoretiske tilnærminger til optimal kapitalstruktur	13
3.1.2	BASEL III-regelverket - egenkapitalkrav til bankene (regulatorisk krav)	14
3.1.3	Oppsummert foreligger det ingen enkel og god modell for regulering av kapitalstruktur i barnehager	14
3.2	ALTERNATIVE METODER FOR Å REGULERE LÅNEFINANSIERINGEN.....	15
4	FORDELER OG ULEMPER MED REGULERINGSMODELLER.....	17
4.1	REGULERING AV KAPITALSTRUKTUR OG GJELD (BALANSEN - GJELDSGRAD EL.) I BARNEHAGENE	17
4.2	REGULERING AV RENTEKOSTNADER (RESULTATREGNSKAPET - RENTEDEKNINGSGRAD EL.) I BARNEHAGENE.....	17
4.3	OPPSUMMERING.....	18
5	SÆRSKILT OM BARNEHAGEEIEIENDOM.....	19
6	APPENDIKS	20
6.1	SALG AV BARNEHAGER REDUSERER TRANSPARENS I BARNEHAGENES REGNSKAPER	20

1 INNLEDNING

1.1 BAKGRUNN OG PROBLEMSTILLINGER

BDO gjennomførte en analyse av markedssvikt, lønnsomhet og gevinstrealisering i barnehagesektoren på vegne av Kunnskapsdepartementet våren 2018. I rapporten fremkommer det at det har vært en relativt kraftig egenkapitaloppbygging i sektoren de siste årene. Samtidig viser rapporten at gjeldsgraden hos aktørene har holdt seg jevnt høy i samme periode.

Som en oppfølging av denne rapporten har BDO fått i oppdrag av Kunnskapsdepartementet å kartlegge kapitalstrukturer og kapitalkostnader i de private barnehagene. Nærmere bestemt skal denne rapporten undersøke følgende problemstillinger:

- Kunnskapsdepartementet ønsker en beskrivelse av hvordan barnehageeierne kan innrette finansieringen av barnehagene med egenkapital og gjeld, og hvordan dette blir belastet i barnehagenes regnskaper.
- Videre ønsker Kunnskapsdepartementet bistand til å finne et godt mål på hva som er et rimelig nivå på de totale kapitalkostnadene, der det viktigste elementet er nivået på rentekostnadene.

1.2 METODE

Analysene i denne rapporten er basert på data fra BASIL tilgjengeliggjort via Utdanningsdirektoratet, samt offentlig tilgjengelig informasjon fra Bisnode¹ og Brønnøysundregisteret.

Data fra BASIL inneholder resultatregnskap for alle barnehager, mens data fra Bisnode inneholder balansetall for barnehageselskapene på juridisk organisasjonsnivå. Dataene er sammenkoblet ved hjelp av eierorganisasjonsnummer. Barnehager som ikke er oppført med balansetall i Bisnode, som eksempelvis enkeltpersonforetak, vil følgelig ikke være en del av analysegrunnlaget. Tilsvarende vil juridiske enheter med vesentlig aktivitetsnivå i tillegg til barnehagene være ekskludert i analysene da det ikke er mulig å etablere en fordeling av balansetall mellom barnehage og øvrig aktivitet på en enkel måte. Vi har i denne sammenheng satt følgende forutsetninger:

- Barnehager med innrapporterte kostnader til leie av lokale i BASIL fra og med 50 000 kr er antatt leietakere av barnehagelokalene.
- I kjeder med barnehager som både leier og eier har vi antatt at gjelden tilhører barnehagene som eier egne lokaler.
- Resultatregnskapene til barnehagene som eier er akkumulert på eierorganisasjonsnummer for å samsvare med balansetall fra Bisnode.

Denne rapporten vil først gi en oversikt over kapitalstruktur og kapitalkostnader generelt i den private barnehagesektoren og hos seks av de ti største private barnehageaktørene. Dette innebærer en oversikt over typetilfeller og omfang av leie av barnehagelokaler, lånebelastning og finanskostnader i barnehager, ulike former for finansiering i barnehagesektoren samt størrelser og utstrekning av disse og gjeldsgrad i barnehager.

Vi vil deretter se nærmere på finasteoretiske tilnærminger til optimal kapital struktur, og alternative metoder for å regulere lånefinansieringen. Til slutt vil vi kort oppsummere fordeler og ulemper ved forskjellig type reguleringer, og fremme noen kortfattede betraktninger og anbefalinger.

I appendiksen illustrerer vi noen funn i form av case-eksempler på hvordan salg av barnehager kan medføre vesentlige omstruktureringer av finansiering og finansposter, og derigjennom skape utfordringer knyttet til transparens i barnehageregnskapene.

¹ Tjenesteleverandør av bl. a. regnskapsinformasjon, kreditt- forretnings- og markedsinformasjon.

2 DESKRIPTIVT SITUASJONSBILE

Barnehagene kan eie eller leie lokale for drift av barnehagen. I denne rapporten er barnehager med innrapporterte kostnader for leie av lokale i BASIL antatt leietakere av barnehagelokalene dersom den innrapporterte leien er 50 000 kroner eller høyere. Dette er en praktisk forutsetning som er gjort for å avgrense analysen, uten at vi tror dette svekker analysens validitet i vesentlig grad. Vi har imidlertid for dette formålet ikke sett det som hensiktsmessig å gjennomføre statistiske vurderinger av feilmarginen. En studie med målsetting om mer nøyaktige analyser ville uansett måtte omfatte en mer detaljert datainnsamling fra hver enkelt barnehage enn hva som har vært praktisk i dette oppdraget.

Ser vi på de mindre aktørene i den private barnehagesektoren er det etter denne antakelsen tilnærmet like mange som eier som leier. Hos seks av de største private aktørene er bildet annerledes. To av aktørene har en overvekt av barnehager som leier, mens to andre har en overvekt av barnehager som eier. De to resterende aktørene har tilnærmet like mange barnehager som eier som leier.

	De mindre aktørene	Stor aktør 1	Stor aktør 2	Stor aktør 3	Stor aktør 4	Stor aktør 5	Stor aktør 6	Bransjen samlet
Leier	50,39 %	16,48 %	28,39 %	78,49 %	47,62 %	92,59 %	55,00 %	52,71 %
Eier	49,61 %	83,52 %	71,61 %	21,51 %	52,38 %	7,41 %	45,00 %	47,29 %
Totalt	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabell 1: Fordelingen mellom antall barnehager som eier egne barnehagelokaler og de som leier.

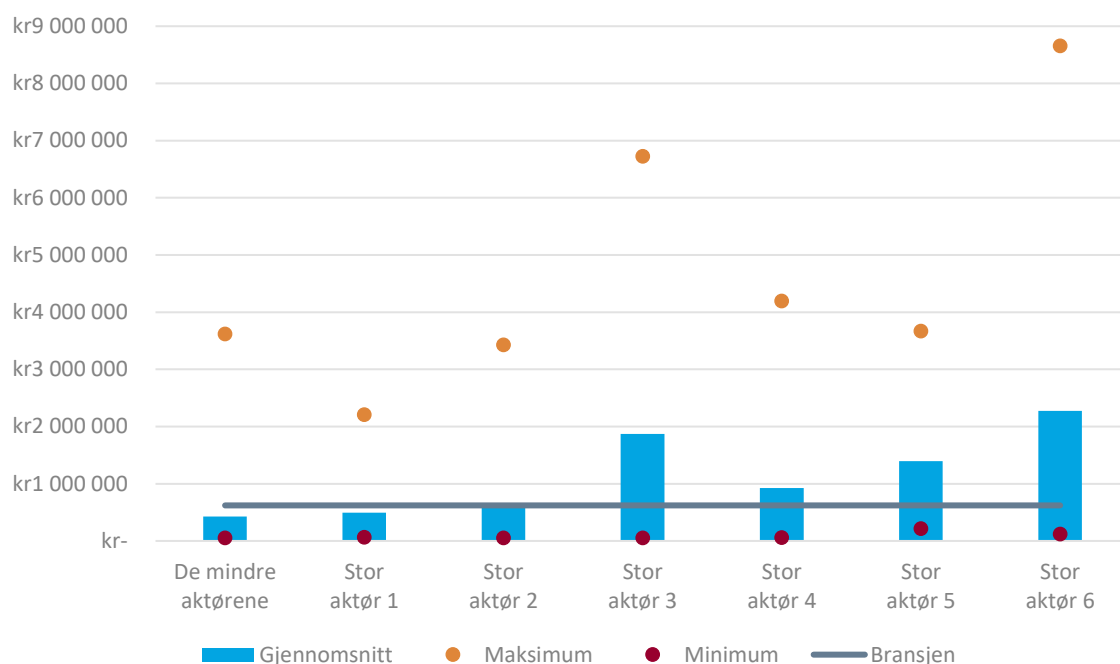
Eksempelvis så leier 16,48 prosent av barnehagene til aktør 1 lokaler, mens de resterende 83,52 prosent eier egne lokaler. Kilde: BASIL

Totalt sett leier litt over halvparten av barnehagene i bransjen lokalene som barnehagen driftes i. Dette gjør det hensiktsmessig å se på kostnadsbilde til de barnehagene som leier, i tillegg til finansieringen av de barnehagene som eier. Vi analyserer dette nærmere nedenfor.

2.1 ANALYSE AV LEIEKOSTNADER

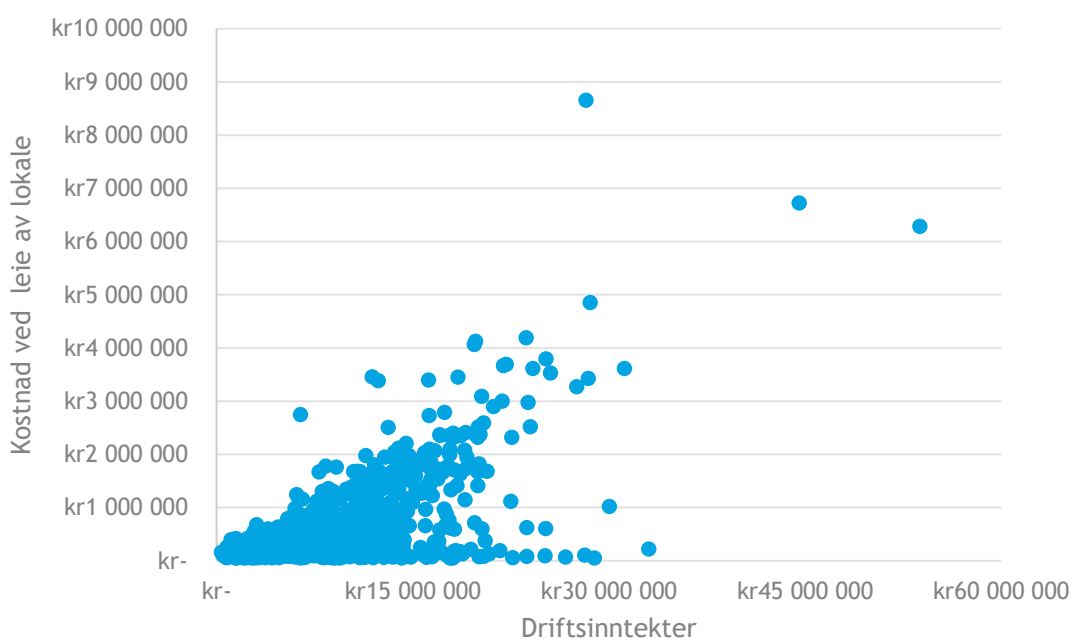
Kostnad ved leie av lokaler varierer i stor grad mellom aktørene.

De store aktørene ligger både over og under gjennomsnittet for kostnad ved leie av lokale i bransjen. Vi kan imidlertid se at fire av de største aktørene har høyere gjennomsnittlig kostnad ved leie av lokale enn de andre aktørene. Samtidig observerer vi at de mindre aktørene har en kostnad som er lavere enn gjennomsnittet i bransjen. Videre varierer differansen mellom det aktørene har som kostnad ved leie av lokaler i større grad mellom de store aktørene enn mellom de mindre aktørene.



Figur 1: Gjennomsnittlig, maksimal og minimal kostnad ved leie av lokaler for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene. Beløp i kroner. Kilde: BASIL

Ser vi på barnehagenes kostnad ved leie av lokale mot driftsinntekter observerer vi at de fleste barnehagene har en kostnad ved leie av lokaler på eller under to millioner kroner. Samtidig ser vi at det er noen som har kostnader ved leie av lokaler utover dette, disse kostnadene ser imidlertid jevnt over ut til å øke i takt med driftsinntektene, og driftsinntektene er i hovedsak avhengig av antall barn. Vi har ikke hatt tilgjengelig andre mer presise indikatorer, for eksempel antall kvadratmeter, som bakgrunn for å kunne vurdere om leiekostnaden er rimelig eller ikke.



Figur 2: Kostnadsspredning ved leie av lokaler mot totale driftsinntekter for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene. Beløp i kroner. Kilde: BASIL

Variasjonen i kostnad ved leie av lokale kan naturligvis delvis forklares ved at barnehagene, herunder barnehagelokalene som leies, har ulik størrelse og ulik geografisk plassering. De barnehagene som leier lokaler kan leie av en intern eller ekstern part. Det foreligger også juridiske enheter som inneholder flere barnehager som både leier og eier, og dette vil komplisere bildet.

	Gjennomsnitt	Maksimum	Minimum
De mindre aktørene	6,56 %	42,90 %	0,18 %
Stor aktør 1	3,76 %	15,24 %	0,55 %
Stor aktør 2	4,42 %	13,57 %	0,30 %
Stor aktør 3	11,46 %	20,83 %	0,28 %
Stor aktør 4	9,04 %	17,71 %	0,52 %
Stor aktør 5	10,17 %	18,71 %	2,63 %
Stor aktør 6	16,90 %	30,64 %	0,91 %
Bransjen	7,56 %		

Tabell 2: Kostnad ved leie av lokale mot totale driftsinntekter for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene. Kilde: BASIL

Tabell 2 viser at de store aktørene jevnt over bruker en større andel av sine totale driftsinntekter til å betale kostnaden ved leie av lokale enn de mindre aktørene. Det har ikke vært anledning til å undersøke nærmere hvorfor dette forekommer i denne analysen. Samtidig ser vi at det for alle aktørene er stor variasjon mellom maksimum og minimum kostnad ved leie av lokale.

2.2 ANALYSE AV FINANSKOSTNADENE I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER

Finanskostnadene varierer blant de største aktørene.

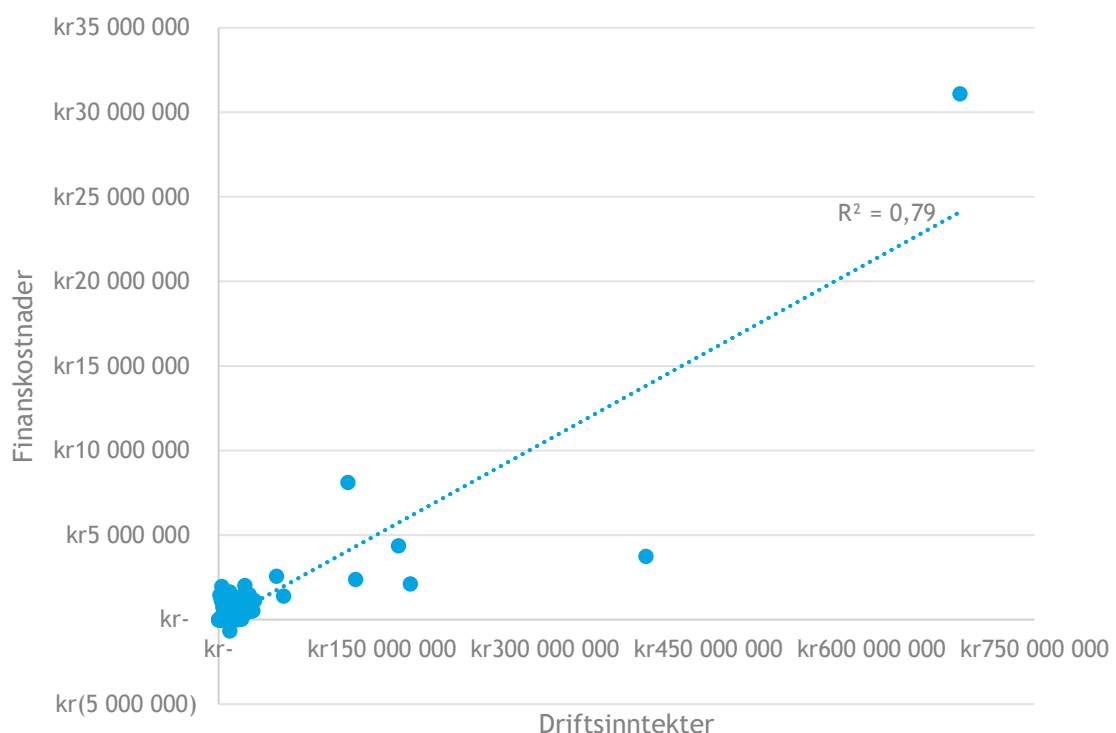
Vi antar for analysen at den vesentligste andelen av finansieringen i de barnehagene som eier egne lokaler er infrastruktur, og at finanskostnader dermed hovedsakelig består av rentekostnader.

Finanskostnadene sett mot totale driftsinntekter varierer mellom de ulike aktørene. De mindre aktørene ligger under gjennomsnittet i bransjen, og bruker dermed en lavere andel av sine totale driftsinntekter til å betjene finanskostnader enn gjennomsnittet. Videre observerer vi at fire av de store aktørene ligger over dette gjennomsnittet. Aktør 6 bruker over seks prosent av sine totale driftsinntekter til å betjene finanskostnader.

	Gjennomsnitt	Maksimum	Minimum
De mindre aktørene	1,57 %	19,36 %	-6,50 %
Stor aktør 1	3,24 %	121,13 %	0,00 %
Stor aktør 2	3,89 %	9,87 %	0,08 %
Stor aktør 3	2,21 %	3,34 %	0,32 %
Stor aktør 4	0,96 %	0,96 %	0,96 %
Stor aktør 5	3,40 %	8,78 %	2,34 %
Stor aktør 6	6,83 %	6,83 %	6,83 %
Bransjen	2,22 %		

Tabell 3: Finanskostnader mot totale driftsinntekter for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene som eier egne lokaler. Kilde: BASIL

Maksimumsobservasjonen på 121,13 prosent hos aktør 1 er en oppstartseffekt i en ny barnehage. Det vil si at barnehagen har lite inntekter i oppstartsåret, samtidig påløper rentekostnadene for fullt da barnehagen er ferdigstilt.



Figur 3: Finanskostnader mot totale driftsinntekter for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene. Beløp i kroner. Kilde: BASIL

Som spredningsanalysen i figur 3 viser, er det relativt god sammenheng mellom finanskostnader og størrelsen på barnehagen sett som juridisk enhet (det kan være flere barnehager i samme juridiske enhet). Blant de større barnehagene er bildet noe vanskeligere å analysere, da de

juridiske enhetene kan ha barnehager som både eier og leier samtidig, og dette medfører at disse ikke ligger tett opptil regresjonsanalysen (den stiplede linjen, som viser en relativt god sammenheng mellom finanskostnader og driftsinntekter, ved at $R^2=0,79$).

2.3 ANALYSE AV GJELD I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER

Aktørene som eier egne barnehagelokaler er i stor grad finansiert med gjeld til kredittinstitusjoner.

Vi har særlig sett på fem former for finansiering: konvertible lån, obligasjonslån, langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner, langsiktig konserngjeld og ansvarlig lån. Av disse finansieringsformene er det gjeld til kredittinstitusjoner som er mest utbredt i den private barnehagesektoren per i dag. Samtidig observerer vi at de andre finansieringsformene også er i bruk, men dette i langt mindre grad.

	Konvertible lån	Obligasjonslån	Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	Langsiktig konserngjeld	Ansvarlig lån
De mindre aktørene	2	6	548	8	1
Stor aktør 1	-	-	136	-	-
Stor aktør 2	-	-	45	3	-
Stor aktør 3	-	-	9	-	-
Stor aktør 4	-	-	1	-	-
Stor aktør 5	1	1	1	-	-
Stor aktør 6	-	-	1	-	-
Totalt	3	7	741	11	1

Tabell 4: Antall av de ulike finansieringsformer for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene som eier egne lokaler. I antall. Kilde: Bisnode

Selv om de forskjellige typene lån vil ha noe varierende juridiske rammer og innretning, er fellestrekket at alle er rentebærende gjeld, og vil følgelig inngå i definisjonen av dette i en analyse.

Kort om særtrekkene ved de forskjellige typene gjeld:

- For konvertible lån er det tilknyttet en rett til å konvertere lånet til aksjer, i tråd med aksjelovens § 11-1 til 11-9. Opptak av et konvertibelt lån kan gi lavere rentekostnad enn lån som ikke er konvertible. Långiver kan være villig til å motta noe lavere rente mot å få en rett, men ikke plikt, til å konvertere lånet til aksjer til en fastsatt kurs. Långiver får altså muligheten til å se an utviklingen i selskapet før beslutning om eventuell konvertering til aksjeinnskudd tas.
- Et obligasjonslån er et lån som ytes mot en rentebærende ihendehaverobligasjon. En ihendehaverobligasjon vil si en skriftlig erklæring om at en part skylder en annen part penger, og er ofte også et omsettelig dokument. Denne typen lån brukes vanligvis av stat, fylkeskommune og større selskaper, og er pantesikret eller det er stilt garanti.
- Finansinstitusjoner (banker e.l.) gir for de fleste bedrifter den mest vanlige formen for langsiktig rentebærende lånegjeld. Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner benyttes ofte til langsiktig finansiering av eiendeler. Begrepet omfatter ikke kassekreditt eller lignende kortsiktige kredittrammer.

- Konserngjeld vil omfatte alle transaksjoner som rammes av regnskapslovens § 1-3 om «bestemmende innflytelse over et annet foretak», og hovedregelen er at konsernregnskapet skal omfatte både morselskapet og alle datterselskapene.
- Ansvarlig lån er lånekapital hvor det formelt er avtalt at lånet skal stå tilbake for all annen gjeld. Det er likevel et lån som har prioritet foran eierne av selskapet (aksjonærene), i tråd med Dekningsloven § 9-7 nr. 2. Lånet kan være evigvarende med for eksempel overskuddsavhengig rente, eller det kan være avtalt rente og tilbakebetalingstid. Lånekapitalen gir ikke eierrettigheter og kan ikke betraktes som egenkapital. I praksis er det ofte foretakets eier(e) som gir ansvarlige lån.

	Konvertible lån	Obligasjonslån	Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	Langsiktig konserngjeld	Ansvarlig lån
De mindre aktørene					
Gjennomsnitt	5 380 500	3 495 167	6 006 664	2 003 375	50 000
Maksimum	10 562 000	9 161 000	107 637 000	6 000 000	50 000
Minimum	199 000	280 000	1 000	1 000	50 000
Antall	2	6	548	8	1
6 av de største aktørene					
Gjennomsnitt	30 904 000	167 000	28 942 228	7 665 333	-
Maksimum	30 904 000	167 000	1 950 202 000	10 077 000	-
Minimum	30 904 000	167 000	641 000	4 451 000	-
Antall	1	1	193	3	-
Bransjen					
Gjennomsnitt	13 888 333	3 019 714	11 980 434	3 547 545	50 000
Maksimum	30 904 000	9 161 000	1 950 202 000	10 077 000	50 000
Minimum	199 000	167 000	1 000	1 000	50 000
Antall	3	7	741	11	1

Tabell 5: Oversikt over gjennomsnittlig, maksimal og minimal størrelse på de ulike finansieringsformene for de mindre aktørene og seks av de største aktørene som eier egne lokaler. Beløp i kroner. Kilde: Bisnode

Tallene i tabell 5 viser at størrelsen på de ulike finansieringsformene varierer i stor grad blant aktørene. Det er et stort spenn i låneopptaket i bransjen, målt i kroner, med helt opp til over 1,9 milliarder i gjeld hos en av de store aktørene. Ser vi på langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner ligger de mindre aktørene under gjennomsnittet i bransjen, mens de største aktørene ligger langt over. Ved bruk av langsiktig konserngjeld har de store aktørene også her lånebeløp som er over gjennomsnittet i bransjen.

Vi har gjennomgått barnehagenes innrapportering av transaksjoner med nærstående i BASIL for å undersøke om det er oppgitt nærmere informasjon om rentekostnader på interne lån. Ifølge innrapporterte data er ikke dette en veldig utbredt form for finansiering blant barnehagene, og de rentekostnadene vi har observert er ikke urovekkende høye. Det er imidlertid knyttet noe usikkerhet til kvaliteten på denne rapporteringen. Stikkprøver av datagrunnlaget for enkelte barnehager viser at den oppførte rentekostnaden for interne lån ikke sammenfaller med

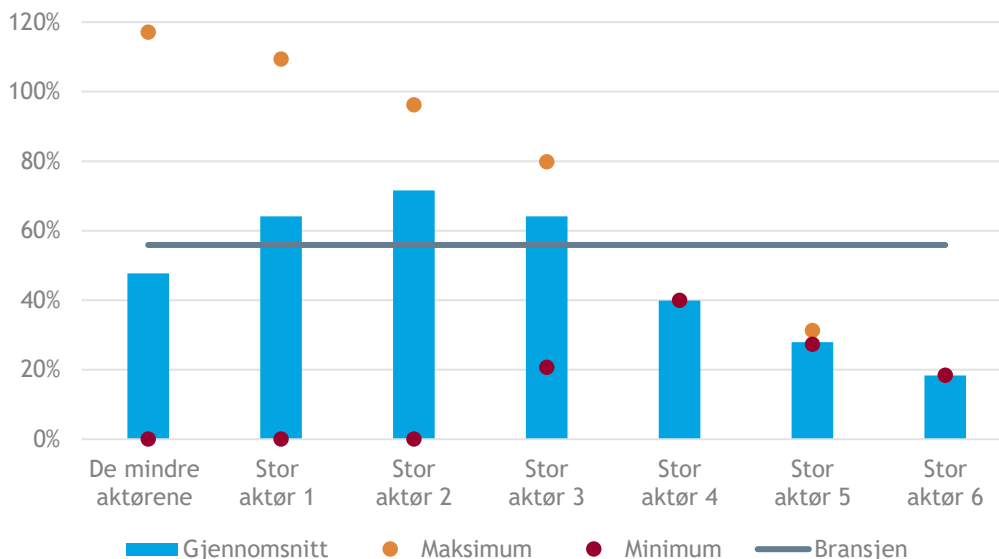
barnehagens konserninterne gjeld, verken langsiktig eller kortsiktig. En konkret konklusjon for kostnadsnivået på konserninterne lån vil således kreve nærmere undersøkelser som faller utenfor rammene av dette prosjektet.

2.4 ANALYSE AV GJELDSGRADEN I BARNEHAGER SOM EIER EGNE LOKALER

Det er generelt høy gjeldsgrad i den private barnehagesektoren.

Gjeldsgraden viser hvor stor andel av barnehagens eiendeler som er finansiert med rentebærende gjeld. Figuren under illustrerer at de store aktørene ligger både over og under gjennomsnittlig gjeldsgrad i bransjen. Samtidig ser vi at flere av de store aktørene er med på å trekke gjennomsnittlig gjeldsgrad i bransjen opp. Aktør 1, 2 og 3 ligger alle over gjennomsnittet i bransjen. Videre observerer vi at det er stor variasjon i gjeldsgrad blant de mindre aktørene.

Barnehagene med en gjeldsgrad på over 100 prosent har alle negativ egenkapital, de har dermed balanseført mer gjeld enn eiendeler. Negativ egenkapital innebærer at all egenkapitalen er tapt, og mer til, og at barnehagen nå drives i strid med (aksjelovens) regler.



Figur 4: Gjennomsnittlig, maksimal og minimal gjeldsgrad for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene som eier egne lokaler. Kilde: Bisnode

I tabell 6 nedenfor er gjeldsgradene systematisert i kategorier, tabellen viser at de fleste barnehagene har en gjeldsgrad på 75 prosent eller lavere. Samtidig ser vi at det er en relativt større andel av de største aktørene som har en gjeldsgrad på over 75 prosent.

Gjeldsgrad (%)	De mindre aktørene	Stor aktør 1	Stor aktør 2	Stor aktør 3	Stor aktør 4	Stor aktør 5	Stor aktør 6	Alle samlet	Store aktører samlet
0 - 25	264	15	4	1	-	-	1	31,32 %	10,14 %
26 - 50	178	20	6	3	1	2	-	23,08 %	15,46 %
51 - 75	195	70	23	4	-	-	-	32,09 %	46,86 %
76 - 100	61	37	17	1	-	-	-	12,75 %	26,57 %
> 100	5	2	-	-	-	-	-	0,77 %	0,97 %

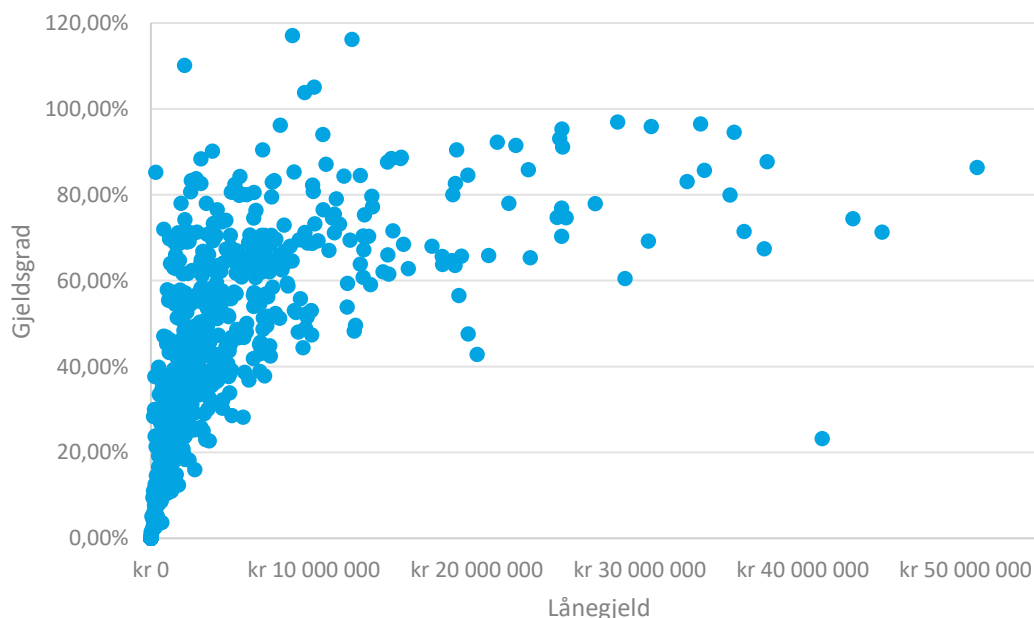
Tabell 6: Systematisering av gjeldsgrad i kategorier. Kilde: Bisnode

Som illustrert i tabell 6 har 86,5 prosent av barnehagene i bransjen akkumulert en gjeldsgrad på 75 prosent eller lavere. Tabell 7 under viser de vurderingsintervaller som analyseselskapet Proff Forvalt benytter for sine finansanalyser. Etter disse vurderingsintervallene er en gjeldsgrad på 75 prosent eller lavere ansett som tilfredsstillende.

Gjeldsgrader								
Ikke tilfredsstillende		Svak		Tilfredsstillende		God		Meget god
> 95 %		95,0 %	87,5 %	87,4 %	66,67 %	66,66 %	50 %	< 50 %

Tabell 7: Vurderingsintervaller for finansanalyser. Kilde: Analyseselskapet Proff Forvalt

Det er viktig å merke seg at den overordnede analysen av gjeldsgrad i bransjen ikke fanger opp den store spredningen som finnes blant enkeltaktører, dette gjelder spesielt de mindre aktørene. Figuren under viser spredningen illustrert ved gjeldsgrad mot lånegjeld for hver enkelt av de mindre privateide barnehagene.



Figur 5: Gjeldsgrad mot lånegjeld for hver enkelt av de mindre aktøren som eier egne lokaler². Kilde: Bisnode

² En barnehagekjede er tatt ut av figuren grunnet svært høy lånegjeld på kr. 107 000 000.

Grafen i figur 5 indikerer om det er direkte sammenheng mellom om et stort lån målt i kroner også innebærer at barnehagen på juridisk organisasjonsnivå er tungt gjeldsfinansiert målt i form av gjeldsgrad. Eksempelvis har en av barnehagene 41 millioner i gjeld, og samtidig en gjeldsgrad på 23 prosent.

Spredningen i gjeldsgrad er størst blant barnehagene med mindre rentebærende gjeld (i kroner). For barnehagene med høyere rentebærende gjeld, er gjeldsgraden tilsvarende høyere (oftest over 60 prosent og ofte også høyere enn 75 - 80 prosent).

3 ANALYSER OG BETRAKTNINGER OM KAPITALSTRUKTUR

Analysene over viser at mange av barnehagene i den private barnehagesektoren er tungt gjeldsfinansiert. På bakgrunn av dette er det relevant å vurdere hva som kan være en optimal kapitalstruktur i virksomheter som driver barnehage, og sammenligne denne med observert kapitalstruktur i den private barnehagesektoren. Kapitalstruktur vil si virksomhetens blanding av egenkapital og gjeld.

I vesentlig grad ser gjelden til barnehagene ut til å være knyttet til eie av eiendommer. Samtidig ser vi i våre analyser at rundt halvparten av barnehagene leier lokalene som barnehagen driftes i. For de som leier vil det ikke være aktuelt å beregne noen optimal kapitalstruktur da lokalene/eiendommen ikke vil være i barnehagens regnskap, men i regnskapene til den juridiske enheten som eier lokalene/eiendommen.

3.1 FINANSTEORETISK TILNÆRMING TIL OPTIMAL KAPITALSTRUKTUR

Finansiell kapitalstruktur er et svært omfattende fagfelt, og det har ikke vært ambisjonen å gå inn i alle elementer i dette notatet. Fagfeltet er fokusert på eiers interesser, men benyttes også av finansinstitusjoner. Forenklet fremstilt kan en virksomhet finansieres ved bruk av egenkapital og ved bruk av gjeld. Egenkapitalen og gjelden benyttes til å anskaffe virksomhetens eiendeler/driftsmidler, som igjen benyttes i verdiskapningen i virksomheten.

Gjeld kan være kortsiktig eller langsiktig. Ved vurderinger knyttet til finansieringsstruktur og hva som er en optimal kapitalstruktur ser man typisk på langsiktig rentebærende gjeld, ofte til finansinstitusjoner, selv om den også kan være konsernintern. Om den langsiktige gjelden er konsernintern eller ekstern har liten påvirkning på den teoretiske tilnærmingen. Dette under forutsetningen av at gjelden er rentebærende, og at atferden for begge typer långivere er relativt lik en situasjon med to uavhengige markedsaktører, noe norsk skatte- og regnskapslovgivning i utgangspunktet pålegger virksomheter.

Fra begge finansieringskildene, både eier (egenkapital) og långiver (gjeld), forventes det en avkastning. For lånegjeld er denne gitt og fast i form av avtalt lånerente, mens for egenkapital vil avkastningen bero på hva virksomheten klarer å generere av faktisk overskudd på drift, samt rentekostnader og skatt, selv om mange eiere vil stille et avkastningskrav som utgangspunkt.

3.1.1 Tre ulike teoretiske tilnærminger til optimal kapitalstruktur

Det finnes flere ulike teorier og modeller om optimal kapitalstruktur sett fra eier/investorsiden, og vi vil her gå nærmere inn på tre av disse. Alle disse kan relateres til gjeldsgrad/egenkapital-andel.

«Naivistisk» modell

Den enkleste teorien rundt kapitalstruktur er det som kalles en «naivistisk» modell, som ganske enkelt fastsetter presumpsjonen om at lånekapital alltid vil være billigere enn egenkapital. Dette begrunnes med at eierne av egenkapitalen forventer en risikopremie, og at denne alltid vil overstige lånerenten. Etter denne teorien er det dermed mest gunstig å være finansierte med så mye lån som overhodet mulig.

Miller og Modiglianis teorem

En annen mye benyttet teori rundt kapitalstruktur er nobelvinnerne Miller og Modiglianis (MM) teorem som fastsetter at gitt et perfekt finansmarked, uten skatt eller transaksjonskostnader foreligger det ingen optimal kapitalstruktur, da driftsresultatet i en virksomhet er uavhengig av kapitalstrukturen. Det vil si at selskapet/virksomheten tjener eller taper ikke mer penger på sin drift (dvs. før renter og skatt beregnes) avhengig av hvordan denne driften er finansiert.

I realiteten brister dette teoremet, da skatt inntreffer i de fleste tilfeller. Kort fortalt vil rentekostnader belastes virksomhetens resultat før skatt beregnes, og dette medføre at en av

finansieringskildene; lån med rentekostnader, vil komme til fratrekk før skatten beregnes, noe som ansees å etablere et såkalt «skatteskjold» for virksomheten.

Effekten av skatteskjoldet er at desto mer gjeld selskapet har og derved mer gjeldsrenter som betales, desto større blir verdien av skatteskjoldet, og desto mer gunstig er dette for eierne og avkastningen på deres egenkapital. Dette bygger dog på forutsetningen om at selskapet tjener nok penger på driften til å betale renter og utbytte.

Weighted average cost of capital (WACC) modellen

En virksomhet vil være eksponert for risiko som kan påvirke inntjeningen, både i form av operasjonell risiko og finansiell risiko. I den operasjonelle risikoen ligger to typer risiko:

- Systematisk risiko, som er markedsrisiko som treffer alle i markedet, for eksempel konjunkturendringer
- Usystematisk risiko, som er spesifikk for virksomheten, for eksempel at virksomhetens produkt blir utkonkurrert eller utdatert

I den finansielle risikoen ligger risiko for at renten endres.

Disse forholdene inkluderes i den mest brukte praktiske tilnærmingen som omtales som Weighted average cost of capital (WACC). Svært enkelt og kort fortalt bygger denne metodikken i basis på MMs teorem, men inkluderer effekter av usikkerhet/risiko som omtalt over, basert på at et stadig mer gjeldsfinansiert selskap vil ha økte «faste» kostnader. En finansieringsinstitusjon vil betrakte det som mer og mer usikkert desto mer gjeld virksomheten har. Basert på operasjonell og finansiell risiko settes en høyere rente, jo høyere risikoen anses å være. Tilsvarende vil også eiere se denne risikoen, og de vil også kreve økt avkastning basert på høyere risiko. Dette innebærer at på et gitt punkt vil risikopåslagene (financial distress cost) overstige verdien av skatteskjoldet, og det vil ikke være gunstig for selskapet å oppta lån utover dette punktet.

Uten å gå igjennom selve det beregningsmetodiske i WACC, kan modellen beskrives som en krevende metode, og den er tillegg kun egnet til bruk på et enkelt selskap ut i fra de spesifikke forhold som foreligger der.³

3.1.2 BASEL III-regelverket - egenkapitalkrav til bankene (regulatorisk krav)

BASEL III regelverket er en reguleringsstandard som setter krav til bankenes egenkapital og likviditet, og har et krav på 9 prosent ren kjernekapital. Kravene er komplekse og omfattende, og bygger på analyser i forhold til kredittrisiko, markedsrisiko, verdsettelsesrisiko og operasjonell risiko, og styres av flere lover, forskrifter, direktiver og forordninger. Banker er både regulatorisk og finansielt sett på som svært spesielle organisasjoner, og å gå mer i dybden i dette notatet er dessverre for krevende og omfattende. Vi legger til grunn at denne type metodikk og rammer ikke er overførbare til en barnehage, verken teoretisk eller praktisk sett.

3.1.3 Oppsummert foreligger det ingen enkel og god modell for regulering av kapitalstruktur i barnehager

Det foreligger derved ikke noen enkel modell som kan benyttes for bransjen som helhet.

Ytterligere tilsier observasjonene fra vår hovedrapport at den operasjonelle risikoen etter all sannsynlighet vil vurderes som lav i barnehagene. Dette med basis i at det med stor sannsynlighet vil være behov for tjenestene i uoverskuelig fremtid, det er lav risiko knyttet til inntekter da det offentlige står for den vesentlige delen av disse og barnehager er ikke spesielt konjunkturutsatte. Våre analyser viser at selv med (svært) høy gjeldsgrad, basert på bokførte tall, får aktører blant de store barnehagekonsernene svært gunstig finansiering. Dette tilsier at «financial distress cost» vurderes som lav av långiverne, noe som motiverer til høy grad av gjeldsfinansiering. I tillegg kan faktiske eiendomsverdier være vesentlig høyere enn de bokførte verdiene, noe som tilsier at en verdjustert balanse, dvs. en beregning som inkluderer reelle verdier, vil gi en de facto lavere gjeldsgrad.

³ Valuation, chapter 10, McKinsey (2000)

Det barnehagene står igjen med av risiko i denne sammenheng er den finansielle risikoen som ligger i selve basiskomponenten i markedsutviklingen i rentemarkedet.

3.2 ALTERNATIVE METODER FOR Å REGULERE LÅNEFINANSIERINGEN

Som diskutert over foreligger det ingen enkelt praktiserbare metoder for å beregne en optimal kapitalstruktur, med formål om å sikre at det ikke lånefinansieres for mye i en barnehage, sett ut i fra et regulatorisk ståsted. Det finnes imidlertid alternative metoder for å regulere dette, vi vil diskutere disse nærmere i dette avsnittet.

Covenants (Skjønnsmessig modell)

Ved finansiering ved langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner har bankene ofte klausuler ved låneopptak, såkalte «covenants». Disse klausulene setter begrensninger til hvilken gjeldsgrad en virksomhet kan ha, basert på en mer arbitrær tilnærming. En bank kan for eksempel sette krav til at en virksomhet kun kan ha 60 prosent gjeldsgrad dersom de skal ha lån hos den respektive banken. Denne type «covenants» settes ofte mer ut i fra prinsippet om at eierne også skal ta sin andel av et vesentlig tap, såkalt «hurt money», enn velbegrunnede metoder og analyser. Erfaringsmessig opererer bankene gjerne med intervaller mellom 50 - 80 prosent avhengig av bank og type selskap. Bankene kan også ta hensyn til at balansen ikke representerer reelle verdier, grunnet fokuset på historisk kostnad i norske regnskapsregler (GRS), og gjøre sine egne vurderinger/betraktninger rundt antatte markedsverdier ved å sette opp en justert balanse basert på virkelig verdi, selv om dette kan være krevende og medfører økt volatilitet.

Dette kan også være en regulatorisk mulighet i barnehagesektoren.

Rentebegrensningsregel (regulatorisk krav)

Rentebegrensningsregelen er en skattemessig innretning, hjemlet i Skatteloven § 6-41, som setter opp en begrensning av fradragrett for renter mellom nærstående. Regelen har slik sett ingen direkte kobling eller relevans mot et egenkapitalkrav, men gjør det mindre attraktivt å benytte dyr konsernintern finansiering. I utgangspunktet rammes interngjeld (i juridiske konsern), men eksterngjeld omfattes også, dersom en nærstående part (som definert i skatteloven) har stilt sikkerhet mv. for lånet. Barnehagene er pr i dag underlagt dette regelverket, under forutsetningen at de er etablert som egne juridiske enheter, og ikke inngår som avdelinger i en og samme juridiske enhet.

Rentedekningsgrad (finansiell indikator)

En annen og enklere indikator eller nøkkeltall å ta utgangspunkt i for regulering, er rentedekningsgrad. Rentedekningsgraden viser bedriftens overskudd i forhold til gjeldsrentene, og gir uttrykk for virksomhetens evne til å påta seg økte renteforpliktelser ved dagens lønnsomhetsnivå. En rentedekningsgrad på 1 betyr at overskuddet fra driften (og finansinntektene) i sin helhet går med til å betale rentene.

Hva som kan ansees som bra eller dårlig vil avhenge av forhold som generelt rentenivå og kapitalintensitet, men normalt legges det på generell basis til grunn i Norge at rentedekningsgraden bør være større enn 2-3. Dette bygger på at det må være tilstrekkelig resultat etter fradrag for rentekostnader til å kunne dekke blant annet reinvesteringsbehov, likviditetsbehov og avkastning til eierne, i tillegg til å kunne betjene eventuelle økninger i rentenivået.

Som vist i tabell 8 har barnehagebransjen tall som tilsier at de har en relativt sunn økonomi med dagens rammebetingelser, mens det er en av de større aktørene som i snitt skiller seg ut med å ligge under 2 i nøkkeltall.

	De mindre aktørene	Stor aktør 1	Stor aktør 2	Stor aktør 3	Stor aktør 4	Stor aktør 5	Stor aktør 6	Bransjen
Gjennomsnitt	3,04	3,92	2,82	3,42	3,71	6,01	1,79	3,21

Tabell 8: Gjennomsnittlig rentedekningsgrad for de mindre aktørene samt seks av de største aktørene som eier egne lokaler. Kilde: BASIL

Dette er en type nøkkeltall som må vurderes over tid. Ett år med for eksempel større uventet vedlikehold, innebærer redusert overskudd og derigjennom risikoen for at et krav til rentedekningsgraden på f.eks. 3 ikke tilfredsstilles det året.

4 FORDELER OG ULEMPER MED REGULERINGSMODELLER

Formålet med en eventuell regulering er å sikre at barnehagene har finansiell soliditet til å håndtere endringer i rentenivåer og derved rentekostnadene som påløper. Som det fremkommer igjennom dette rapporten er det ingen klare modeller eller tilnærminger som klart peker seg ut som fordelaktig og treffsikker i forhold til formålet.

Kort oppsummert kan det som hovedtype vurderes krav til 1) kapitalstruktur i barnehagens balanse ved å sette et maksimumskrav til gjeldsgrad, eller vurderes krav til 2) barnehagens evne til å dekke rentekostnader over drift og resultat. Det kan være mulig å kombinere disse kravene, men dette øker kompleksiteten og vil kreve mer omfattende utredning.

Vi vil i det etterfølgende gjennomgå tekniske argumenter for og mot de to skisserte hovedtypene.

4.1 REGULERING AV KAPITALSTRUKTUR OG GJELD (BALANSEN - GJELDSGRAD EL.) I BARNEHAGENE

Fordeler:

- Enkel metode å praktisere for enheter med regnskapsplikt etter regnskapsloven, regnskapsplikten gjør at den juridiske enheten enkelt kan dokumentere regnskapstallene.
- Kapitalstrukturen kan måles jevnlig da balansetall er lett tilgjengelige og ofte mindre volatile enn resultat.
- Krav (mål) til struktur kan ofte settes langsiktig grunnet større grad av stabilitet i finansstrukturen.

Ulemper:

- Regnskapsførte tall i balansen viser ofte ikke reelle verdier, spesielt for eiendom, da dagens regnskapsregler er historisk orientert.
- Det er ikke krav til balanse per barnehage. Det vil si at der hvor det er mange barnehager i en og samme juridiske enhet, eller hvor det er annen aktivitet enn drift av barnehage, kan balansetallene ikke uten videre benyttes.
- Kravene kan omgås ved å skille barnehageeiendommen ut i en egen juridisk enhet (eiendomsselskap) som krever leie. Kravene kan altså føre til en vridningseffekt.
- Lavere lån gir lavere rente, men denne kostnadsreduksjonen kan tas ut som utbytte under de forutsetninger regelverket setter.
- Investerings- og oppgraderingsvillighet i barnehager kan reduseres. (Barnehagene blir mer nedslitte før det bygges nye eller gjennomføres vesentlige oppgraderinger).
- Dårlig drift av barnehagen kan likevel utsette barnehagen for risiko selv ved lave gjeldsnivåer.
- Barnehager organisert som enkeltpersonforetak (ENK) eller ansvarlig selskap (ANS) har ikke balanse.
- Viser ikke barnehagens økonomiske evne til å håndtere lånet over drift.

4.2 REGULERING AV RENTEKOSTNADER (RESULTATREGNSKAPET - RENTEDEKNINGSGRAD EL.) I BARNEHAGENE

Fordeler:

- Enkel metode å praktisere for alle barnehager grunnet regnskapsplikt for resultatregnskapet.

Ulemper:

- Avhengig av valgt reguleringsmodell. Svingninger i resultatet grunnet tap eller for eksempel større oppussing som kostnadsføres gir redusert overskudd og kan gi brudd på krav/reguleringen. Ett enkelt år med brudd kan ikke benyttes som entydig indikator.
- Vesentlige endringer i renter på makronivå kan medføre at krav/mål må justeres.
- Kravene kan omgås ved å skille barnehageeiendommen ut i en egen juridisk enhet (eiendomsselskap) som krever leie. Kravene kan altså føre til en vridningseffekt.
- Lavere lån gir lavere rente, men denne kostnadsreduksjonen kan tas ut som utbytte under de forutsetninger regelverket setter.
- Investerings- og oppgraderingsvillighet i barnehager kan reduseres. Dette kan føre til at barnehagene blir mer nedslitte før det bygges nye eller gjennomføres vesentlige oppgraderinger.
- Dårlig drift av barnehagen kan gi brudd på krav selv ved lave gjeldsnivåer.

4.3 OPPSUMMERING

Som argumentene over viser foreligger det fordeler og ulemper med begge typer tilnærming.

Etter vår vurdering foreligger det derimot flere vesentlige svakheter ved en regulering av balansen (som innebærer krav til egenkapital/gjeldsgrad) som tilsier at denne type regulering er lite egnet for barnehager. Dette grunnet de særtrekk barnehagene har i dag, kombinert med de norske regnskapsreglene. Tiltak for å avhjelpe disse svakhetene vil være krevende da det bør etableres et system for oversikt over markedsverdier for ikke å straffe langsiktige eiere. I tillegg til at organisatoriske restruktureringer med fisjon (utskillelse) av eiendommen fra å eie til å leie bør reguleres. Ytterligere er det en rekke barnehager i dag som ikke har barnehagespesifikk balanse, og som derfor vanskelig kan reguleres uten krav om dette.

En rentedekningsvurdering fremstår derfor som en mindre inngripende og kompleks vurderingsfaktor. Utskillelse av barnehageeiendommen vil fortsatt representere en omgåelsesmulighet, men markedsverdi, regnskapsregler og balanse vil ikke være en utfordring med denne modellen. Utfordringen er at et krav til rentedekning må ses på over tid (flere år), og kravet må også vurderes og justeres med tanke på sannsynligheten for vesentlig renteøkninger.

Avslutningsvis er det viktig å ta med i betraktningen at litt over halvparten av barnehagene i vårt utvalg leier og derfor vil de ikke bli berørt av denne type regelverk, selv om de indirekte kan ha en risikoeksponering for renter via leieavtalen og renteendringer som følger gjennom den.

I tillegg kan krav til egenkapital, spesielt for etablerte/eldre familieeide barnehager som i regnskapene viser lave bokførte verdier på eiendommen, medføre at behov for oppgraderinger eller nybygging av barnehage vil kreve at familiene må skyte inn vesentlig egenkapital, noe disse kanskje ikke har mulighet til. Dette vil igjen kunne medføre risiko for press på å selge barnehagen til kapitalsterke barnehageaktører som har tilgang til egenkapital til å oppgradere barnehagen.

5 SÆRSKILT OM BARNEHAGEEIENDOM

Tilskuddsmodellen for private barnehager har motivert privatpersoner til å eie og bygge nye barnehager. Utbyggingen har i seg selv vært et politisk mål for å oppnå full barnehagedekning på et tidspunkt hvor barnehagedekningen var relativt lavere. Risikoen ved å investere i eiendom ved bygging eller oppkjøp av barnehageeiendommer kan argumenteres å være relativt lavere enn alternative investeringer i f.eks. næringseiendom. Hvis denne hypotesen er riktig, har dette motivert eiere til å finansiere bygging og oppkjøp ved bruk av lån fremfor egenkapital. Analysene i denne rapporten har ikke avkreftet denne hypotesen.

Når verdien på eiendommer skal fastsettes vil denne være påvirket av underliggende markedsverdi på eiendommen som sådan med tillegg for verdien av avtalen som barnehagen har med kommunen. Det er på det første verdielementet at det kan sies at eieren tar en relativt høy egen risiko, mens den siste delen i liten grad innebærer risiko for eieren og kan således sies å være skapt gjennom tilskuddet fra kommunen. Når en barnehageeier realiserer en verdiøkning på en barnehageeiendom som opprinnelig er lånefinansiert, vil eieren sitte igjen med gevinsten som kan tas ut som utbytte. En slik realisasjon kan også skje på eiers hånd selv om lånet er internt mellom barnehagen og eieren. Dersom departementet ønsker å regulere at slik realisasjon ikke skal kunne forekomme på eiers hånd, må det vurderes å gjennomføre reguleringer som begrenser den verdirealisasjonen som skjer ved salg av barnehager og barnehageeiendommer.

Eksempler på slike reguleringer kan være:

1. å begrense muligheten for lånefinansiering
2. å regulere beregning av realisasjonsverdien gjennom interne omstruktureringer
3. å regulere beregning av realisasjonsverdien ved opphør av virksomhet

Disse tiltakene kan også kombineres. Dette er tiltak som kommer i tillegg til det som allerede er regulert i barnehageloven og økonomiforskriften til barnehageloven.

Det er en risiko for omgåelsesmuligheter når det innføres slike reguleringer. Vi har ikke innenfor rammen av dette oppdraget kunnet analysere de ulike omgåelsesmulighetene, men dette må gjøres før et slikt regelverk beskrives mer i detalj. Det kan da også være at det oppdages andre og mer effektive reguleringsformer.

6 APPENDIKS

6.1 SALG AV BARNEHAGER REDUSERER TRANSPARENS I BARNEHAGENES REGNSKAPER

Det har vært foretatt mange oppkjøp av barnehager de senere år. Innenfor rammene av dette prosjektet har vi ikke mulighet til å undersøke alle tilfeller systematisk. Vi har derfor tatt utgangspunkt i oversikten over salg av barnehager som ble publisert i BDOs analyse av lønnsomhet, gevinstrealisering og markedssvikt i barnehagesektoren.

Ved oppkjøp finnes det flere måter å innlemme en barnehage som en del av et eksisterende barnehagekonsern. Dersom barnehagen inngår i oppkjøpers barnehagekonsern som et datterselskap (AS), vil barnehagen bevare sin status som en egen juridisk enhet og rapportere inn eget resultat- og balanseregnskap.

Vi har observert flere eksempler på dette, blant annet i forbindelse med oppkjøp foretatt av større barnehageaktører. I ett av tilfellene kjøpte en aktør opp et barnehageselskap, som nå ligger oppført som et datterselskap med to underliggende avdelinger, og dermed fremdeles er registrert som en egen juridisk enhet. Selgeren var et eiendomsselskap. Det var oppført et gjeldsbeløp både i barnehageselskapet og i eiendomsselskapet som gjør det rimelig å anta at førstnevnte eide den ene barnehagen og sistnevnte den andre. Etter oppkjøpet tok selger ut utbytte omtrent tilsvarende salgssummen, selskapet ble fusjonert inn som en avdeling underliggende aktøren og følgelig likvidert. Dette gjør det utfordrende å se hva som skjer med gjeld, eiendeler og inntekter etter at eiendomsselskapet har blitt fusjonert inn i drifts- og balanseregnskapet til denne aktøren. Derimot er barnehageselskapets regnskaper mer transparent, og med utgangspunkt i oppført gjeld ser det ut til at de fremdeles eier den ene barnehagen. Figuren nedenfor illustrerer eksempelet.

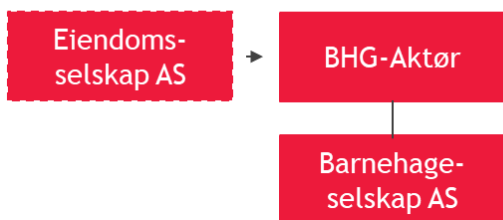
1. Før oppkjøp



2. Etter oppkjøp av barnehageselskap



3. Fusjon Aktør og eiendomsselskap

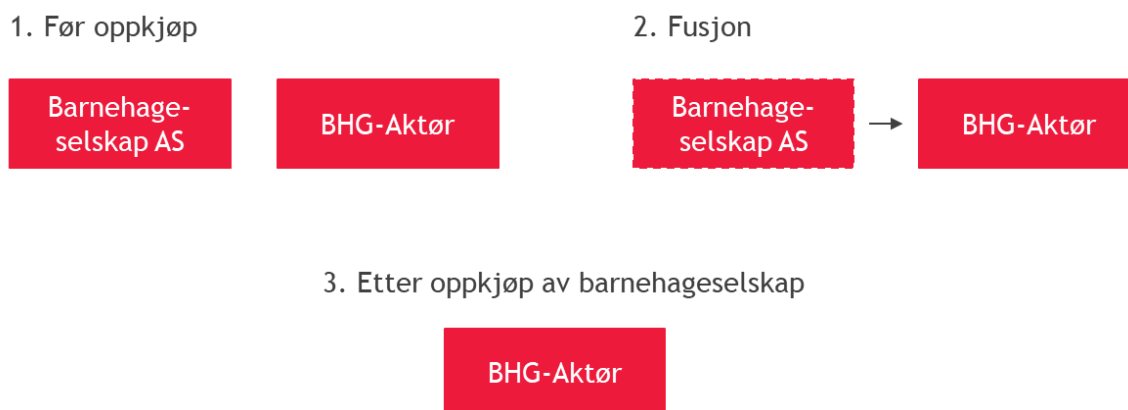


4. Etter fusjon med Aktør



Figur 6: Barnehageselskap forblir en egen juridisk enhet etter oppkjøp. Kilde: Bisnode

Det forekommer imidlertid relativt ofte at barnehagen som kjøpes opp innfusjoneres i sin helhet som en avdeling i oppkjøpers barnehageselskap, se figuren nedenfor. Dette vil endre kjøpsobjektets status fra å være en egen juridisk enhet med eget regnskap til å inngå som en del av oppkjøpers virksomhet. Dette gjør at sporbarheten per barnehage forsvinner når barnehagene legges som avdelinger i en portefølje under ett og samme aksjeselskap.

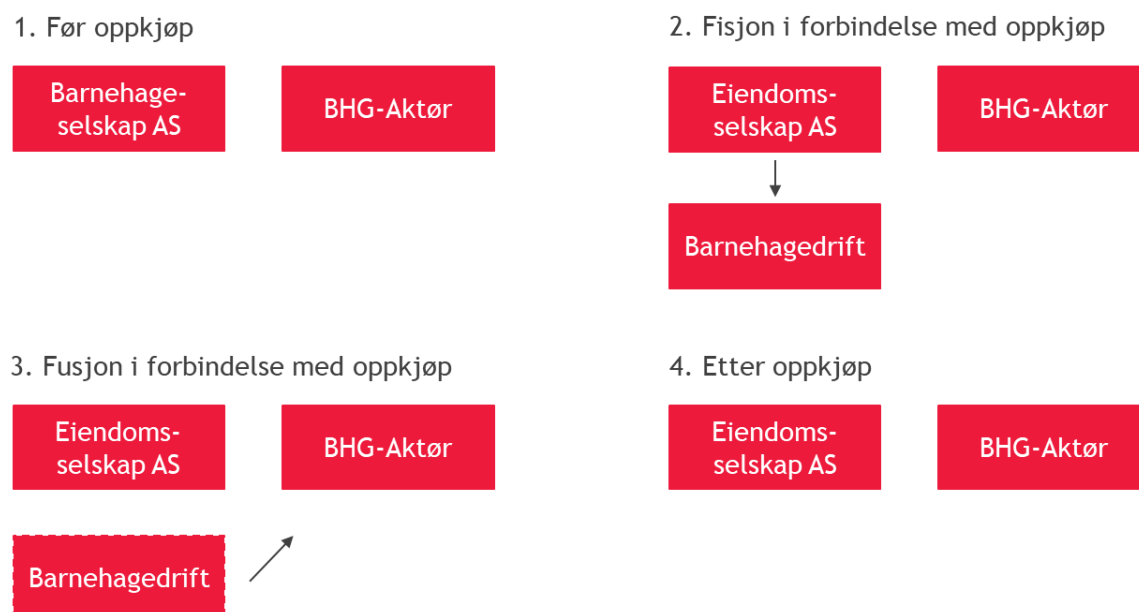


Figur 7: Fusjon av barnehageselskap og aktør i forbindelse med oppkjøp. Kilde: Bisnode

Vi har sett et eksempel på en barnehage som har flyttet langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner til langsiktig konserngjeld året i forkant av en fusjon med aktøren. I forbindelse med fusjonen ble barnehageselskapet likvidert, og barnehagens drifts- og balanseregnskap inngår i aktørens. Dette gjør det utfordrende å spore gjelden i etterkant av et oppkjøp. Fusjoner kan dermed føre til at regnskapene til den enkelte barnehage blir mindre transparent.

Vi har også funnet eksempler på selskaper som har fisjonert barnehagedrift og barnehageeiendom i forbindelse med oppkjøp av en barnehageaktør. I etterkant av oppkjøp er det en tendens til at driftsmarginene i eiendomsselskapene øker. Figuren og eksempelet nedenfor illustrerer dette nærmere.

Vi har observert et tilfelle der en aktør gjennomfører et oppkjøp av en barnehage. Gjennom oppkjøp har barnehagedriften blitt fusjonert inn i aktørens virksomhet, mens eiendommen har forblitt i et eget aksjeselskap som har endret formål til å drive med utleie av barnehage. Det er rimelig å anta at det utskilte eiendomsselskapets kostnader tilsvarer barnehagens kostnader til eiendom da det fremdeles var ett selskap, og da det ikke foreligger noen praktiske endringer. Vi kan imidlertid se at driftsinntektene, som i hovedsak er leieinntekter, gir eiendomsselskapet en driftsmargin på 76 prosent etter oppsplittelsen. Samtidig var avkastning på bokført egenkapital på 100 prosent. Reel avkastning målt på kjøpesum (markedsverdi) er ukjent i dette tilfellet.



Figur 8: Fisjon av barnehagedrift og eiendom i forbindelse med oppkjøp. Kilde: Bisnode

CONTACT

MORTEN THUVE

Partner

m: +47 916 47 115
e: morten.thuve@bdo.no

BDO AS, a Norwegian limited liability company, is a member of BDO International Limited, a UK company limited by guarantee, and forms part of the international BDO network of independent member firms. The Register of Business Enterprises: NO 993 606 650 MVA. Member of The Norwegian Institute of Public Accountants

Rapporten er utarbeidet for oppdragsgiver, og dekker kun de formål som med denne er avtalt. All annen bruk og distribusjon skjer for oppdragsgivers regning og risiko. BDO vil ikke kunne gjøres ansvarlig overfor en tredjepart.

www.bdo.no

