

Fusion; muligheden for Danmarks første landsdækkende sparekasse

- et tænkt scenarie



Af:

Margit Lis Vintersbølle, studie nr.: 20167996
Og Sabrina Pedersen Wyrwik, studie nr.: 20190434

Gruppe 5

Vejleder: Christian Farø

Antal reelle opgavesider: 68

Indholdsfortegnelse

1. Forord	3
2. Executive summary.....	3
3. Indledning	4
4. Problemformulering	5
5. Metodeafsnit	6
5.1. Afgrænsning.....	6
5.2. Metode og teori.....	7
5.3. Struktur og kildekritik	8
5.3.1. Struktur	8
5.3.2. Kildekritik	8
6. Redegørelse	9
6.1. Præsentation af sparekasserne	9
6.1.1. Hvad er en sparekasse ift. en traditionel bank?	9
6.1.2. Præsentation af Sparekassen Sjælland-Fyn.....	10
6.1.3. Præsentation af Den Jyske Sparekasse	10
6.2. Forklaring af nøgletal.....	11
6.3. Fusion som en proces	14
7. Analyse	15
7.1. Regnskabsanalyse.....	15
7.1.1. Sparekassen Sjælland-Fyn	16
7.1.2. Den Jyske Sparekasse	22
7.1.3. Samlet vurdering	28
7.2. Analyse af kapitalforhold.....	29
7.2.1. Overordnede krav.....	29
7.2.2. Sparekassen Sjælland-Fyn	30
7.2.3. Den Jyske Sparekasse	31
7.2.4. Fremadrettet	32
7.3. Værdiansættelse.....	32
7.3.1. Værdier på Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse i dag	32
7.3.2. Synergier mv.....	36
7.3.3. Den fusionerede sparekasse.....	40
7.3.4. Fusion i praksis.....	44
7.3.5. Opsamling på værdiansættelse og synergier	45

7.4.	Organisatoriske ændringer	46
7.5.	Interessenter	48
7.5.1.	Interessentanalyse.....	48
7.5.2.	Indflydelse	55
7.5.3.	Modstand mod forandringer	57
7.5.4.	Opsamling på interessenter	61
7.6.	Det kreditmæssige aspekt	62
7.6.1.	Risikoappetit.....	62
7.6.2.	Besøg af Finanstilsynet	63
7.6.3.	Kapitalforhold for den fusionerede sparekasse	64
7.6.4.	Tilsynsdiamanten.....	66
7.6.5.	Opsamling på den kreditmæssige påvirkning.....	68
8.	Anbefaling.....	68
9.	Konklusion	69
10.	Litteraturliste	71
11.	Oversigt over bilag.....	74

1. Forord

Opgaven er baseret på de markedsforhold, som var gældende pr. januar 2020. Det var her, at opgaven og problemformuleringen blev udformet. På det tidspunkt kunne man ikke forudsige COVID-19 pandemien og den påvirkning, som dette har på både den danske og verdensøkonomien på kort og lang sigt. Derfor skal opgaven læses, som om at de hændelser ej er indtruffet.

2. Executive summary

This assignment deals with a thought scenario, about a merger of the Den Jyske Sparekasse¹ and Sparekassen Sjælland-Fyn². We have chosen this topic, as there is greater and greater competition between the Danish banks and the demands of the EU is becoming increasingly demanding. We believe that this will have a major impact on small and medium-sized banks, as they will have to employ more and more people for administrative tasks.

We will therefore look at the possibility of merging DJS into SPKS, thus getting Denmark's first nationwide sparekasse. During the assignment, we will do an accounting analysis for both banks, which should be one of the cornerstones of the merger itself, look at how they have performed, and are there points to be paid extra attention to, in connection to a merger of the two sparekasser.

We will then look at how they currently meet the current capital and solvency requirements, which are set for each of them. We will try to investigate the future a bit to see, if they can also meet the upcoming NEP requirements, which will be introduced fully by 2023.

We will also highlight the synergies that will emerge from the merger. What places will it cost money and on which parameters, will they be able to reduce their current costs? We will look at the actual cost of the merger, and see if they are they so large, that they cannot be repaid within a given number of years. As well as an estimate of the future savings, resulting from the synergies. Then we will make a brief valuation of both sparekasser, in order to determine their current values, and in this way find out what could lead to the merger. Can they be merged directly, or should an amount be paid to its single shareholders? Perhaps this shows, that this merger may not be a good idea at all.

We will also highlight which stakeholders are important in relation to a merger. We will look at how each of them, can affect the merger, and what impact they have on the merger itself. This section will also show who

¹ Den Jyske Sparekasse vil fremadrettet i opgaven blive benævnt som DJS

² Sparekassen Sjælland-Fyn vil fremadrettet i opgaven blive benævnt som SPKS

to pay extra attention to, if the merger is going to be implemented, and how the various stakeholders will react to the merger itself.

The last thing that is highlighted is the credit perspectives, that are at the merger. What does the merger mean for a bank, and whether there are some of their current strategies, that needs to be reassessed?

Finally, it should be mentioned, that this task started before COVID-19 appeared, and therefore we do not take into account, the changes that have been in the market in spring 2020.

3. Indledning

Den danske banksektor er generelt udfordret på indtjeningen. Tidligere havde bankerne to traditionelle indtjeningspunkter; indlåsmarginalen – som nu er ikke eksisterende eller nærmere omdannet til en underskudsforretning på grund af de negative renter, som har været til stede siden 2012 (Nationalbanken, 2012) og én udlåsmarginal, som kommer endnu mere under pres, bl.a. pga. øget konkurrence i sektoren. Derfor har bankerne også øget deres gebyrindtægter betydeligt hen over den seneste årrække (Finanswatch, 2018). Derudover oplever flere også at være presset ift. de øgede kapitalkrav, som især er højnet efter finanskrisen (Andreasen, 2017, p. 348).

Finanskrisen har været en naturlig katalysator til konsolidering i branchen, men tendensen er holdt ved og det er bl.a. pga. ovenstående faktorer (Finans Danmark, 2020). Det forventes også at der fremadrettet vil ses flere fusioner/opkøb.

Det er indtrykket at det generelt går godt for SPKS – idet de har åbnet flere nye filialer, hen over de seneste par år. Dog har de netop meldt ud at de lukker 3 filialer i København pga. Vækstvejledningen (Sjællandske Nyheder, 2019) og nu også en i Haarby (Fyns Amts Avis, 2019), hvor forklaringen mere ligner den klassiske begrundelse, med et for lille kundegrundlag, for stor omkostning ift. indtjening, placering tæt ved andre afdelinger mv. Derfor sætter vi nu spørgsmålstegn ved om den tidligere strategi, med at åbne nye filialer i små-samfundene, er ændret. Derfor kunne en anden ekspansionsmulighed for SPKS, være en fusion med en bank udenfor deres "normale" markedsområde.

DJS har klaret sig gennem finanskrisen og er blevet børsnoteret i 2018. I kraft af at DJS ej har filialer øst for Lillebælt, er de til dels gået glip af særligt det opsving der har været i København og omegn, som kom i kølvandet på finanskrisen. Den positive smitteeffekt fra Hovedstadsområdet, har været langt større på Sjælland, end det har været omkring de andre storbyer i DK. Det mener vi giver dem et incitament, for at se positivt på fusionsplaner med en anden bank udenfor deres normale markedsområde.

Begge sparekasser har en fortid, hvor de har indgået i fusioner, og derfor har begge erfaringer de kan trække på, ved indgåelse af en fælles fusion. Dette scenarie ligger op til at skabe den første landsdækkende sparekasse, og det vil gøre dem unikke. De vil begge opnå at få en "partner" i den anden ende af landet, som har det fornødne kendskab og speciale i det område, som de ej selv besidder og derfor formodentlig ikke i dag er komfortable med at tage springet til. Det at de begge i dag er sparekasser, og ligger vægt på at have en tæt tilknytning til deres lokalsamfund, er også noget, som gør dem forenelige i en fusionscase.

Der er dog også nogle punkter, som vi skal være observante på, når vi indleder en fusionsdrøftelse mellem disse to sparekasser. Er der plads til endnu et landsdækkende pengeinstitut, taber de noget ift. deres nuværende og potentielt fremtidige kunder, ved at blive for store og dermed risikere at miste det lokale kendskab og tilknytning, og dermed ender med at falde mellem stolene? Er en sådan forretningsstrategi med ønsket om tæt tilknytning til lokalsamfundet bæredygtigt, eller tvinges de til at udøve "storbankspolitik" og lukke de mindre filialer? Vil deres nye samlede størrelse gøre, at de fremadrettet vil få hyppigere besøg af Finanstilsynet, som vil eftergå deres kreditbøger mere kritisk end i dag, og vil de af den årsag måske blive nødt til at justere deres kreditpolitik, som kan være til ugunst for kunderne?

Vi mener dog at begge har et godt incitament for at indgå i en sådan fusion – og det er det, som vi vil undersøge og analysere nærmere på i denne opgave. Det gør vi for at kunne komme frem til et fyldestgørende svar om fusionen stadig giver mening, når delelementerne er blevet tilstrækkelig belyst.

4. Problemformulering

Med afsæt i de nuværende tendenser, der ses i det danske pengeinstitutmarked, vil vi gerne undersøge om en fusion mellem Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse vil være fordelagtig, set fra et økonomisk, organisatorisk og strategisk perspektiv.

Det giver anledning til at undersøge følgende:

- Hvad er basis for fusionen for henholdsvis Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse, set ud fra de regnskabsmæssige- og kapitalmæssige forhold?
- Hvilke synergier vil de forventes, at kunne høste og hvad vil det betyde for den samlede værdiansættelse?
- Hvilke interessenter vil kunne påvirke en fusion og hvordan kan disse håndteres bedst muligt?
- Hvordan kan det forventes at påvirke de to eksisterende sparekassers risikoappetit?

5. Metodeafsnit

I dette afsnit defineres afgrænsningerne, som opgaven er lavet på basis af, den anvendte teori, samt en kommentar til den anvendte struktur i opgaven og en generel opsamling på brugen af kilder.

5.1. Afgrænsning

Da vores opgave ikke skal blive for omfattende, har vi valgt flere steder at afgrænse os. De afgrænsninger som vi har foretaget os, vil vi komme nærmere ind på her:

Selvom opgaven handler om fusion, har vi valgt ikke at opfinde et nyt navn til den fusionerede sparekasse, da der er tale om et tænkt scenarie.

Vores regnskabsanalyser baseres på årene fra 2014-2019. Vi har valgt at basere dem på koncerntallene for begge sparekasser. I regnskabsanalysen beregner vi sparekassernes ROE, som værende aktionærernes ROE, da begge sparekasser har fremmedkapital og vi allerede kan aflæse prisen heraf i regnskabet. Derfor er fremmedkapitalen udtaget i vores beregninger. Dette betyder at den ROE som vi har beregnet, ikke kan aflæses direkte i regnskaberne. I regnskabsanalyserne, kommer vi også ind på sparekassernes indtægter, vi har dog valgt at undlade posten Kursreguleringer, da denne post ikke har noget med den deciderede bankdrift at gøre og som sparekassen ej selv i stor stil kan påvirke, og det vil derfor være svært at forklare eventuelle udsving heri.

I opgaven kommer vi også ind på kapitalforholdene i de to sparekasser. Her laves der en kort analyse, da vi har valgt at dette emne, ikke skal være det bærende element i opgaven. Vi mener dog heller ikke at det kan udelades, da kapitalforholdene er afgørende for, om man kan få lov til at drive sit pengeinstitut eller ej. Evt. problematikker i forbindelse med kapitalforholdene, vil dog blive belyst i opgaven.

I vores værdiansættelser bruger vi aktiekurser fra begge sparekasser som grundlag for hvor stor en upside/downside, der er på aktien. Vi har valgt at bruge ultimo kurser for de valgte vurderings år. Vi mener ikke at den nuværende aktiekurs, der er påvirket af Coronakrisen, vil give et retvisende billede, og dermed få upsiden til at se bedre ud, end den i virkeligheden er/var.

I DJS' ejerkreds findes Finansiell Stabilitet, som stammer fra den modtagne hjælp fra Staten med bankpakken ifm. Finanskrisen. Vi ønsker ikke at de forsat skal være medejere i den fusionerede sparekasse. Vi antager derfor at de vil acceptere at blive købt ud til den værdi deres andel havde pr. 31.12.2019.

Vi vil også komme ind på negative indlånsrenter i opgaven. Den rente, som vi lægger til grund for den negative indlånsrente i opgaven, vil være nationalbankens indskudsbevisrente pr. 31.12.2019, som på daværende tidspunkt var -0,75%. Da den regulering der er kommet i løbet af 2020, er henledt til Coronakrisen.

Når vi ser på værdiansættelsen og den forventede resultatopgørelse ved den fusionerede sparekasse, anser vi 2020, som værende år 1 og at vi står i starten af dette år, selvom vi er flere måneder inde i 2020. I den fusionerede sparekasses forventede resultatopgørelse, har vi valgt at undlade resultat af "Aktiviteter under afvikling" fra DJS' regnskab, da vi ikke anser den post for væsentlig og som en post, der vil være tilbagevendende alle år.

I afsnittet, der samler op på det kreditmæssige, bruger vi en del data fra selskabernes risikorapporter, samt rapporterne/skriverierne efter besøgene fra Finanstilsynet. De ordinære besøg sker med fast frekvens hvert 4. år, hvorimod de ekstraordinære ej følger et specielt interval. Derfor kan en del af denne data, derfor ligge lidt tilbage i tid. Vi vil også se om de lever op til Tilsynsdiamanten hver især, og lave en let ræsonnering ift. det forventede samlede billede for den fusionerede sparekasse. Er der ikke anmærkninger til dette, vil vi ikke foretage en yderligere dybdegående analyse. Samme princip for dette valg gælder også analysen af kapitalforholdene.

5.2. Metode og teori

I opgaven har vi anvendt flere forskellige metoder og teorier, for at komme frem til vores anbefaling og konklusion. Vi vil her komme ind på hvilke teorier og metoder, som vi har benyttet os af:

Til brug for regnskabsanalyserne, har vi ud fra sparekasserne årsregnskaber, fundet dataene, som ligger til grund for egne udregninger af nøgletal, samt til brug for udarbejdelse af grafer. I vores udregninger, har vi brugt relevant teori fra uddannelsen. Grundlaget for udregningerne af nøgletallene, vil blive forklaret senere i opgave.

Ved udarbejdelse af sparekassernes kapitalforhold har vi taget udgangspunkt i de gældende regler på området, jf. CRD IV. Samt regulering af NEP-krav, og kontracyklisk buffer, som løbende bliver tilpasset.

Til grundlag for vores værdiansættelse, har vi valgt at benytte os af Aswath Damodarans, Excess Return Valuation model (Damodaran, 2020), som er en variant af en DCF-model. Regnearket, som vi har benyttet til vores værdiansættelse, er fundet på hans hjemmeside. Det har vi videreudviklet på, så det passer til vores opgave. DCF står for: Discounted Cash Flow. Modellen samler alle de fremtidige pengestrømme, som til sidst opsummeres og tilbagediskonteres til en nutidsværdi, som man kan anse for resultatet af værdiansættelsen. Vi vil også bruge nøgletallet K/I (kurs indre værdi) og holde det op mod resultatet fra værdiansættelsen. Denne beregnes ikke, men her benytter vi den, som sparekasserne hver især har oplyst i regnskabet for det relevante år.

Når vi ser på processen ved denne fusion, så har vi valgt at en overtagelse skal ske på basis af en aktieombytning, beregninger herfor fremgår i afsnittet herom.

Vi trækker også Stakeholder/Shareholder teorien ind i opgaven, når der diskuteres både det kr./øre-mæssige aspekt af fusionen, men ligeledes også de mere bløde elementer.

Vi har valgt at lave en interessentanalyse, der belyser hvilke vigtige interessenter, der er ved fusionen. Vi ser på hvilken modstand mod forandring, som de må formodes at have. Her tager vi udgangspunkt i Buchanan og Boddy, forandringens karakter model, som vi har modificeret, så det passer til vores opgave. I samme afsnit bruger vi Judsons og Moss Kanters teorier, til at vurdere interessenternes modstand mod forandring. Til sidst i afsnittet, trækkes kort teori om rollestress ind.

I vores kreditmæssige afsnit, kommer vi ind på Tilsynsdiamanten. Her bruges der relevant teori, som er fundet på Finanstilsynets hjemmeside, samt deres egne oplysninger fra årsrapporterne mv.

5.3. Struktur og kildekritik

Vi vil i dette afsnit belyse, hvilken struktur vi har valgt at bygge opgaven over. Til sidst vil vi kommentere på de kilder, som vi har brugt til at forme indholdet af vores opgave på baggrund af.

5.3.1. Struktur

Vi har valgt at bygge vores opgave op i en redegørende del, en analyserende del og en anbefaling samt konklusion. Opgaven vil indeholde flere analyserende dele, der hver især vil opsamles kort, inden der gås videre til et nyt emne.

Den redegørende del, vil indeholde en kort præsentation af DJS og SPKS, en forklaring på de nøgletal, som vi anvender i opgaven, samt hvilke formler, vi har lagt til grund for vores egne udregninger. Her beskrives også kort lidt om fusion som en proces. Den analyserende del vil indeholde selve regnskabsanalyserne, en analyse af kapitalforholdene, værdiansættelsen, interessentanalysen og den kreditmæssige påvirkning. Vi vil i alle analyser opstille relevante nøgletal/resultater i tilhørende grafer eller tabeller, som der vil være en yderligere forklarende tekst koblet til. Det udmønter sig i en anbefaling, om vi anser fusionen for en god idé eller ej. Til sidst vil opgaven indeholde vores konklusion, hvor vi vil besvare på vores opstillede problemformulering.

Alle udregninger vil blive vedlagt som et Excel-ark, der vil være opdelt i flere faner med relevante overskrifter ift. indholdet.

5.3.2. Kildekritik

Til grundlag for beregningerne ligger sparekassernes årsrapporter, for de seneste 6 år. Disse vurderer vi til at være troværdige kilder, da de er revideret af en revisor samt godkendt på generalforsamlingerne. Mange af de oplysninger, der bekræfter udsving mv. i sparekassernes nøgletal, er fundet på i deres egne regnskaber/på deres egne hjemmesider eller Finanstilsynets hjemmeside. Ligesom med regnskaberne, har vi valgt at stole på at dette er troværdige kilder, der er baseret på underbyggede fakta.

De øvrige artikler som er brugt i opgaven, er alle fra kendte danske nyhedssider, som Børsen, Finanswatch mv. Det er normalt anerkendte kilder, men vi har ved dem alle, selv vurderet om indholdet kan bruges eller ej, og de er mest brugt til reel information, og evt. subjektive vinkler er sorteret fra.

Den eneste ikke danske kilde er, Simply Wall Street Pty Ltd. Dette er en hjemmeside, der kort fortalt, værdiansættelser børsnoterede virksomheder. De samler data fra virksomhedernes regnskaber, og viser det visuelt i grafer, der gør det let overskueligt for modtageren, og dermed hurtigt giver et overblik over, hvad det er for en virksomhed, som man har med at gøre. Vi var selv til start, meget i tvivl om dette var en pålidelig kilde, som vi kunne bruge til sammenligning af vores resultater i vores egen værdiansættelse. Dette er dog gjort til skamme, da flere universiteter netop anbefaler brugen af Simply Wall Street Pty Ltd., f.eks. Harvard, Stanford og Princeton University. På hjemmesiden får man en gratis prøveperiode, og derefter skal man betale for sit medlemskab. Det vurderes at det der må være god substans bag denne hjemmeside, når mange vælger at betale for den ydelse, som de tilbyder.

6. Redegørelse

I dette afsnit vil vi redegøre for nogle af de begreber, som vi vil bruge længere nede i opgaven. Vi starter med at definere hvad en sparekasse er, en kort præsentation af de to sparekasser, som er valgt til vores fusionscase i denne opgave. Dernæst en forklaring af de anvendte nøgletal til vores regnskabsanalyse og en kort definition af en fusionsproces og hvordan dette kan foregå.

6.1. Præsentation af sparekasserne

Det omfatter de første tre korte emner, som beskrevet ovenfor.

6.1.1. Hvad er en sparekasse ift. en traditionel bank?

Tidligere var der stor forskel på, om der var tale om en bank eller en sparekasse. Sparekasserne var underlagt en del udlånsbegrænsninger og valutarestriktioner, der gjorde at de ikke kunne føre reel bankdrift. Sparekasserne var finansieret gennem indskyderne, der fik garantkapital for deres indskud. Denne kapital blev forrentet til en given rente, der var bestemt på forhånd og var derfor ikke anhangig af sparekassernes samlede resultat. Dette gjorde at sparekasserne var lidt mere forsigtige med deres udlån, da indskyderne formentligt aldrig ville været kommet med indskuddene, hvis der havde været en stor risiko på udlånene.

I 1974 kom bankreformen og gjorde op med denne forskel (BankTorvet, 2016). Derfor er forskellen på en bank og sparekasse i dag blot, at sparekassen er en selvejende institution. Sparekasser er ofte lokalt forankret og i højere grad støtter i lokalsamfundet. De har som regel lettere ved at prioritere midler til dette, da de oftest ikke har reelle institutionelle investorer, som en del af ejerkredsen, der på en anden måde kræver aktieudbytte ift. Småaktionærerne.

Begge de valgte selskaber i specialet er børsnoteret, hvilket implicit også betyder at de ikke er selvejende. Det gør at de reelt set ikke er sparekasser – men nærmere blot har bibeholdt de værdier, som matcher til sparekasse-konceptet. Det er dog ikke ualmindeligt i branchen.

6.1.2. Præsentation af Sparekassen Sjælland-Fyn

SPKS blev grundlagt i 1825 og er derfor i dag landets ældste sparekasse. De pryd sig med at de har bibeholdt de samme værdier fra den gang. De skriver selv på deres hjemmeside at de tager deres samfundsansvar alvorligt, og at de sætter handling bag deres ord, om at ville bidrage til at gøre Sjælland og Fyn et bedre sted at leve, arbejde og drive virksomhed (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020a).

Deres værdier er: Fællesskab – Nærhed – Dygtighed – Rummelighed – Redelighed – Samfundsansvar (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020b, p. 10).

Det bevidner også deres ønske og virke, som værende et lokalt pengeinstitut, der støtter det samfund, som de er en del af. De har Sparekassen Sjælland-Fyn Fonden (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020c), som investerer i projekter, som gavner samfundet og dets beboere rundt omkring i deres markedsområde. De har bl.a. været med til projekter som Vig Bakke og Midtfyns Fritidscenter.

Med deres strategi fra 2017 "NYE VEJE", lægges der stor vægt på det at sparekassen fortsat via et bredt filialnet, skal være til stede og aktive i lokalsamfundet. De er meget bevidste om, at de flere steder er det sidste tilbageværende pengeinstitut, og mener stadigvæk at det giver sig godt ud, at være den lokale partner, som kender til området og dets udvikling. I strategien ligger dog også vægt på yderligere digitalisering og FinTech, så de kan tilbyde et stærkt digitalt tilbud landsdækkende til kunderne (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020d).

Historisk har de opkøbt banker på både Sjælland og Fyn, og i 2016 fusionerede Sparekassen Sjælland med Sparekassen Fyn, og blev således til Sparekassen Sjælland-Fyn, som vi kender den i dag. Derfor har de erfaring med fusioner, som vil kunne bruges fremadrettet.

I dag har de et filialnet der strækker sig over Sjælland og Fyn med 42 filialer og mere 600 medarbejdere, som også tæller stabsfunktionerne. Sparekassen betjener over 160.000 kunder (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020a). Sparekassens administrerende direktør Lars Petersson, har siddet i stillingen siden 2010. Han havde sin første gang i sparekassen i 1986 i Vig afdeling, som elev og har arbejdet sig til toppen siden dengang (Fyens Stiftstidende, 2017).

6.1.3. Præsentation af Den Jyske Sparekasse

Efter et par hurtige klik på DJS' hjemmeside, er man ikke i tvivl om, at de gerne vil være et nærværende og lokalt pengeinstitut. På deres hjemmeside står der følgende: "Det personline møde gør forskellen. At være

nærværende forpligter på mange måder. Det handler først og fremmest om mennesker. Om den personlige kontakt mellem dig som kunde og os som din rådgiver". Den næste overskrift er: "Nærværende siden 1872". Det bevidner om en sparekasse der har eksisteret i mange år og derfor har en del erfaring bag sig (Den Jyske Sparekasse, 2020a).

Da de startede i 1872 hed de Grindsted-Grene og Omegns Laane- og Sparekasse, dette gjorde de frem til 1989, hvor de blev fusioneret med Bording Sparekasse, og skiftede her navn til Den Jyske Sparekasse. Siden har de fusioneret med, Jelling Sparekasse i 2007, Sparekassen Løgumkloster i 2009 og i 2012 fusionerede de med Sparekassen Farsø og Sparekassen Skals. I 2012 købte de også Spar Salling, der dengang havde store økonomiske problemer (Wikipedia, 2020).

De består i dag af 19 filialer, som alle er beliggende i Jylland, primært i Midtjylland. Deres hovedsæde ligger hvor det altid har ligget, i Grindsted. De har ca. 360 medarbejdere og ca. 100.000 kunder. Deres placering i Jylland, gør også at DJS tidligere har været meget "gavmilde" med udlån til især de lokale landbrug. Det har gjort, at de over de seneste år, har taget en række større tab på deres landbrugskunder, og nu også har en strategi om at få nedbragt deres ejendoms- og landbrugsportefølje, så de ikke har så mange risikofyldte udlån (Den Jyske Sparekasse, 2018, p. 7).

I 2018 blev DJS børsnoteret. Inden børsnoteringen, var der en del ballade blandt garantindehaverne, da de ikke kunne få indløst deres garantbeviser, hvis de ønskede dette, ej heller ved dødsfald. Dette betød at mange pensionister kom i klemme, da de ikke kunne realisere deres aktiver. Børsnoteringen i 2018 gjorde at de fik omdannet deres garantbeviser til aktier og kunne så komme ud af deres "garantfængsel" (Finanswatch, 2017).

I dag er det Claus E. Petersen, der er administrerende direktør i DJS. Han har lagt linjen med de 6 kerneværdier, som de arbejder med: Købmandskab, Visionær, Professionalisme, Teamånd, Handlekraft og Ærlighed. De satser på en udvikling, der styrker sparekassen, samtidig med deres ønske om at blive større. Det skal ske ved at udvikle deres markedsområde, altså øge markedsandelen, samt at afdække flere af kundernes behov (Den Jyske Sparekasse, 2020b).

6.2. Forklaring af nøgletal

I regnskabsanalyserne vil vi se på en række faktorer, som er med til at forklare den økonomiske udvikling. Herunder vil vi kort opremse og forklare de enkelte nøgletal, som vi selv beregner i opgaven:

ROE - Return on Equity - Egenkapitals forrentningen

ROE er det generelle udtryk for at vise pengeinstituttets evne til at forrente aktionærernes egenkapital (Gup, 2005, pp. 64-65). Når vi ser på aktionærernes ROE, er fremmedkapitalen taget ud, så det er aktionærernes

reelle afkast der regnes på. ROE beregnes ved at tage resultatet efter skat og sætte det op mod aktionærernes egenkapital, inkl. overført overskud.

Tidligere har pengeinstitutterne gerne ville ligge med en ROE på mellem 10 og 15% (Finans Invest, 2018), men denne høje ambition er sat ned for de fleste pengeinstitutter, bl.a. pga. stigende udgifter til AML og EU-direktiver. Det er oftest set at sparekassernes og de mindre pengeinstitutters ROE forventning er lavere, da der ikke er den samme grad af institutionelle investorer i ejerkredsen.

$$ROE = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Egenkapital}} * 100$$

ROE kan forbedres på flere måder. Man vil kunne øge indtjeningen og dermed opnå et bedre resultat, reducere omkostninger og nedskrivninger, der ligeledes også vil forbedre resultatet. Og så vil udbetaling af udbytte kunne nedbringe egenkapitalen.

ROA – Return on assets – Afkastningsgraden

ROA viser hvor gode pengeinstitutterne er til at forrente deres aktiver, og er dermed et udtryk for det gennemsnitlige afkast pr. kapitalkrone (Gup, 2005, p. 24). ROA udtrykker dermed rentabiliteten, hvor der ikke tages hensyn til størrelse på egen- og fremmedkapitalen.

ROA skulle tidligere helst som minimum ligge på niveau med den risikofrie rente, da man ellers reelt set ville kunne sælge ud af aktiverne og i stedet sætte alle pengene i Nationalbanken. Denne tommelfingerregel er dog sat lidt ud af spil, da der pt. er negativ rente i Nationalbanken, og bankerne ikke kan være tilfredse med en negativ ROA.

$$ROA = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Aktiver}} * 100$$

Når man ser på mulighederne for at forbedre sin ROA, er det primært tælleren der skal ses på: Resultat efter skat, da det kan være en sværere og længere proces at ændre på sine aktiver. Så en forbedring af indtægterne og nedbringelse af omkostninger, vil få ROA til at udvikle sig positivt. På aktivsiden, vil man kunne se om man fx kan afhænde bygninger (fx hovedsæder) og så leje sig ind i stedet for (sale and lease back), for på den måde at få nedbragt sine aktiver.

Så hvis man formår at forbedre resultatsiden vil man både opleve en fremgang i både ROE og ROA, så der er god sammenhæng mellem de to tal.

Rentemarginal

Nøgletallet viser bankens evne til at tjene penge på deres udlån. Den udregner den gennemsnitlige renteindtægt ift. mængden af udlån. Den tager dog ikke højde for om renteindtægterne stammer fra erhverv eller privat, hvorfor der kan være forskel pengeinstitutterne iblandt.

$$\text{Rentemarginal} = \frac{\text{Renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavende}}{\text{Gennemsnitligt udlån}}$$

Nøgletallet forbedres ved at øge de samlede renteindtægter eller mindske udlånet. Det skal dog nævnes at det ikke er en holdbar løsning på den lange bane, blot at mindske udlånet – da virksomheden så går ind og ”spiser” af kerneforretningen.

ICGR – Internal Capital Generation Rate

Dette nøgletal viser bankens evne til at øge udlånet, samtidig med at solvensen er uændret, da ICGR udtrykker den procentuelle mulige vækst i egenkapitalen, ud fra pengeinstituttets nuværende drift. Det er vigtigt at et pengeinstitut hele tiden kan øge sit udlån, uden at skulle tænke på solvensen (Gup, 2005, p. 365). Hvis et pengeinstitut skulle ende ud med en negativ ICGR er det udtryk for, at der skal reduceres i balancen ellers skal der hentes mere kapital.

ICGR bør som minimum kunne dække den nuværende inflation samt eventuelle renter. Det giver, at den burde ligge et sted mellem 2-4%, da man ikke kan forvente at det nuværende rentemiljø med negativ rente og den lave inflation, forsætter for evigt.

$$ICGR = \frac{1}{\text{egenkapital/aktiver}} + \frac{\text{resultat}}{\text{aktiver}} + \frac{\text{resultat} - \text{udbytte}}{\text{aktiver}}$$

Hvis man gerne vil forbedre ICGR-nøgletallet, kan man bl.a. se på sine risikovægtede aktiver, og disse vil kunne forbedres ved f.eks. at tage flere eller bedre sikkerheder.

WACC – Weighted Average Cost of capital

WACC er et udtryk for hvad prisen på kapital er, på tværs af hele pengeinstituttets kapital. Det viser dermed også hvad pengeinstituttets rentemarginal, som minimum skal være på deres udlån.

Den gængse tommelfingerregel siger at WACC skal være så lav som muligt, dog skal den være højere, end pengemarkedsrenten. Da man ellers ligesom ved ROA vil kunne sælge ud af sine aktiver og sætte pengene i Nationalbanken. Dette gælder dog igen ikke pt. pga. den negative rente, der er i øjeblikket.

$$WACC = Kd * (1 - T) * L + Ke * (1 - L)$$

K_d er udtryk for fremmedkapitalens pris, T er gældende skattesats, L er forskellen mellem fremmedkapital og indlån, og K_e er udtrykket for hvad egenkapitalen koster. Herunder har vi valgt yderligere at udpege K_e , som udregnes ved hjælp af CAPM-modellen:

$$K_e = r_f + \beta * (k_m - r_f)$$

Flere af tallene i WACC-beregningen er givet udefra, og vi har valgt følgende forudsætninger:

- Skattesats: 22%, som er selskabsskatten for år 2019 (Skatteinform, 2020).
- Beta-værdi: 0,7171, som er svarende til værdien for SPKS pr. 06.04.2020³ (Financial Times, 2020). Det har ikke været muligt at finde Beta-værdi for DJS, hvorfor det ej er muligt at tage gennemsnittet af de to og anvende dette slutresultat. Vi vurderer at det er OK, i kraft af at vi anser de to sparekasser for sammenlignelige.
- Risikofrie rente: 0,34%, som er gennemsnittet af en 10-årig dansk statsobligation, ultimo 2014-2019 (Danmarks Statistik, 2020).
- Afkastkrav/risikopræmie: 8%, det er valgt ud fra at PWC angiver at spændet normalt er 4,5-8% (PWC, 2016). Det er sammenholdt med den forventede ROE for pengeinstitutter – der ligger over dette interval, men som alt andet lige må sidestilles med aktionærernes afkastkrav og derfor ender vores vurdering herpå.

Det er gældende for alle punkter, at de valgte tal, benyttes for begge sparekasser og ikke varierer over tid, da det er med til at gøre tallene mest muligt sammenlignelige, både over tid, men også på tværs af sparekasserne.

Den bedste måde at forbedre WACC på, er at mindske andelen af egenkapital ift. den samlede balancesum – da egenkapitalen jo koster os penge. Ligeledes vil tallet falde, hvis vi mindsker de samlede renteudgifter.

6.3. Fusion som en proces

En fusion mellem to pengeinstitutter kan eksekveres på flere måder. Når vi omtaler fusion dækker det både over begreberne: opkøb og en reel fusion. Forskellen herimellem er, om der fortsat benyttes en af de to eksisterende bankers banklicens og den anden lukkes (opkøb), eller om begge af de to eksisterende bankers aktiviteter overdrages til et nyt selskab og der søges om en ny banklicens (reel fusion). Dog ligger man i daglig tale, normalt en anden betydning i ordet fusion, da det mere ses som en fælles beslutning med ønsket om at bevare/integrere nogle af værdierne, end det anses for en fjendtlig overtagelse, som opkøb godt kan klinge

³ Det skal bemærkes at tallet er efter COVID-19 pandemien, hvorfor tallet pr. januar 2020 måske havde været anderledes

hen ad. Normalt benyttes metoden med opkøb, da det er en lettere administrativ proces. Begge dele reguleres dog i Lov om finansiel virksomhed kapitel 14.

I vores opgave anser vi det for optimalt, at man vælger at bevare og bruge den ene af sparekassernes banklicens at køre driften videre på. Hvorfor det kun er disse mulige metoder, vi vil uddybe nedenfor:

Kontant indløsning

Den ene metode består i reelt set at købe den anden part, for en aftalt sum. Det kan enten gøres via ledig likviditet i den overtagende bank, hvis dette er tilstede, ellers kan banken lave en aktieemission, som kan skabe den fornødne likviditet. Denne type anses ofte for en fjendtlig overtagelse, og kræver at det tilbud der opsættes for at købe banken, anses fra aktionærernes side, for at være et godt tilbud og det vil derfor normalt ligge over dagskursen på aktien, for ellers er der ofte ikke noget incitament til at sige ja til handlen. Den overtagne bank vil skulle overtage tilpas mange aktier i modpartens pengeinstitut, at de via deres aktiemajoritet, kan tvinge de resterende aktionærer til et tvangssalg. Det kan gøre at en del investorer i den bank som overtages, ej ender med at være aktionærer i det nye bank setup, da de aktivt skal gå ind og købe de nye aktier. Denne metode kan en regel som stemmeretsbegrænsning, også være med til at sætte en stopper for. Derfor anser vi ikke den metode, som værende vejen frem i vores fusionscase.

Aktieombytning

En sådan manøvre laves også via en aktieemission for det blivende selskab, men denne proces er ikke for at skaffe virksomheden yderligere kapital, men udelukkende for at dække over den ombytningsproces der kommer til at foregå, hvor ejerne af aktier i den bank som skal overtages, vil få ombyttet til aktier i den nye bank. Her skal bankerne imellem, så blot blive enige om hvilket bytteforhold det skal ske på basis af. Her kan bl.a. benyttes K/I. En sådan beslutning skal stadigvæk godkendes af aktionærerne på en generalforsamling.

7. Analyse

Vores analyseafsnit rummer regnskabsanalyser for de to sparekasser, inkl. Deres kapitalforhold. Herefter vil vi begive os ind i værdiansættelsen, som tilgodeser de lidt hårdere værdier ved fusionen, for derefter at opsamle på de bløde værdier, heriblandt lave en interessentanalyse. Til sidst vil vi se på om der ved en fusion, må forventes at komme ændringer i det kreditmæssige aspekt for sparekasserne ift. deres ageren i dag.

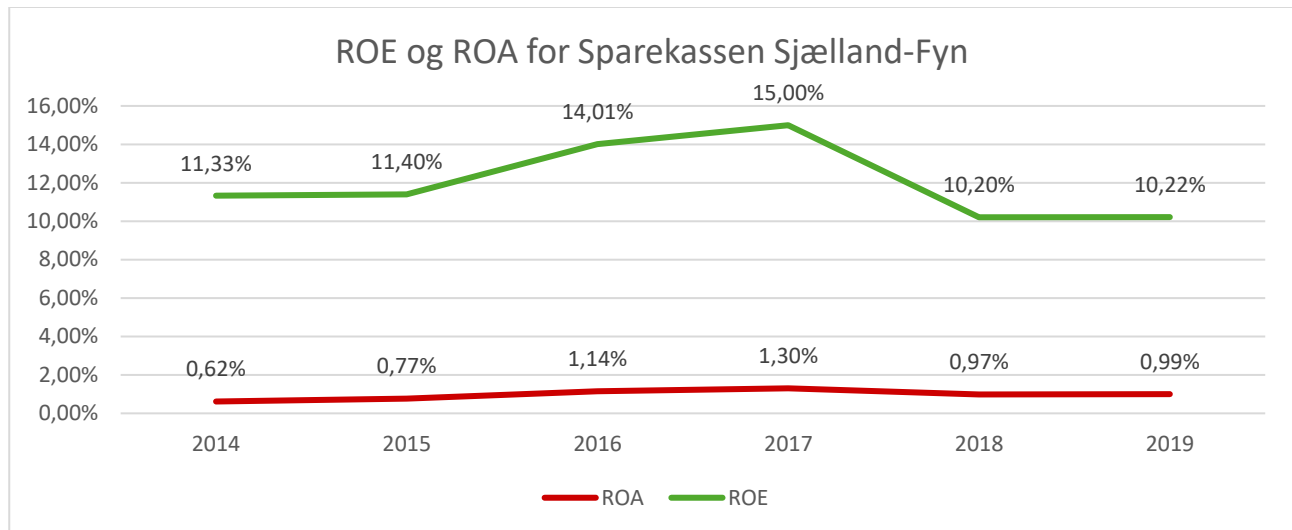
7.1. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalyserne vil starte ud med at vi først ser på SPKS, derefter DJS og så laver en samlet delkonklusion, hvor vi holder de to op imod hinanden.

7.1.1. Sparekassen Sjælland-Fyn

Allerførst vises sparekassens ROE og ROA:

Figur 1: ROE og ROA for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

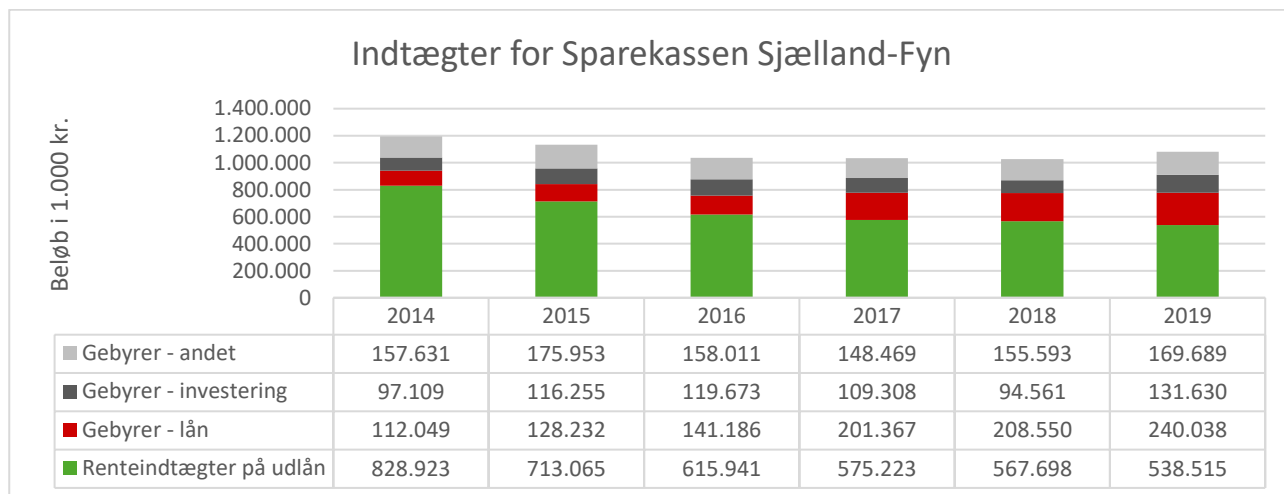
ROE'en er samlet set over perioden faldet, men den har svinget meget undervejs. Stigningen som kan ses, skyldes at der i 2015 og 2016 blev udbetalt udbytte, og derfor bliver overførslen af resultatet til egenkapitalen mindre. Det omvendte sker i 2017, og ligeledes falder nettoresultatet efter skat også kraftigt, hvilket samlet giver et stort fald til 2018, hvorefter det har stabiliseret sig på samme niveau.

ROA er stødt stigende i perioden indtil 2017, for derefter at falde ligesom ROE'en. Nettoresultatet stiger mere end de samlede aktiver, hvorfor dette nøgletal ligeledes i perioden, også oplever et positivt løft. Det er igen faldet i nettoresultatet, som driver faldet i dette nøgletal i 2018. Ligesom det kan aflæses i ROE-nøgletallet, stabiliserer tallet sig med en lille stigning til 2019. Dette skyldes at der er stort set samme udvikling i deres nettoresultat efter skat og egenkapital ekskl. fremmedkapital. Udviklingen i egenkapitalen stiger nemlig ikke så voldsomt som fra 2017 til 2018, da de igen er startet op på udbetaling af udbytte.

Vi vurderer at begge nøgletal er tilfredsstillende, henset til de gængse forventninger til nøgletallene, som beskrevet tidligere i afsnit 6.2.

For at analysere dybere i de udsving der findes i disse nøgletal, har vi valgt at udpensle både indtægter og udgifter for sparekassen, som kan ses på de næste sider:

Figur 2: Indtægter for Sparekassen Sjælland-Fyn

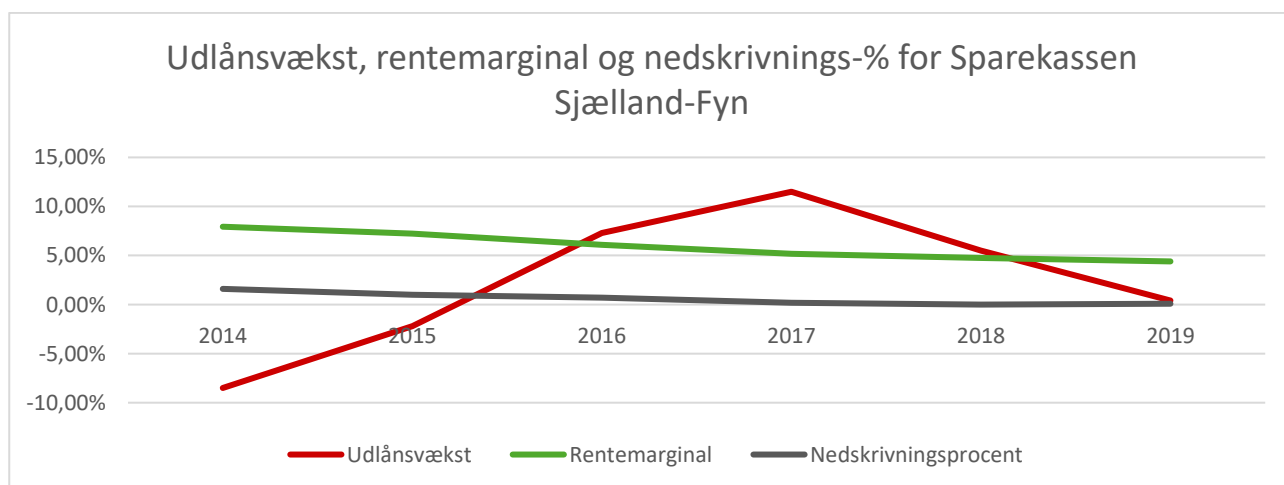


Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

Den største post på indtægtssiden, er som forventet, renteindtægter på udlån, selvom posten over perioden er faldende. Gebyrandelen er dog stødt stigende – især gebyrer tilknyttet lån, som især er begunstiget i 2019 af de mange konverteringer. De to andre gebyrtyper er rimelig stationære over tid og påvirker derfor ikke det store billede meget. Dog har SPKS også i 2019 været begunstiget af høj aktivitet på investeringsområdet. Samlet har de formået at øge indtægterne fra 2018 til 2019.

Knytter man renteindtægterne på udlån sammen med rentemarginalen (se figur 3 herunder) og det samlede udlån (se figur 7), kan man faktisk se at SPKS er ved at give kald på prisen på deres udlån, men det gør at udlånsmassen faktisk stiger hen mod 2019. Dette kan dog også være et udtryk for den generelle konkurrencesituation på markedet. Det antages at rentemarginalen er ved at finde det nye blivende niveau, da der ikke er nogen kraftig ændring fra 2018-2019.

Figur 3: Udlånsvækst, rentemarginal og nedskrivningsprocent for Sparekassen Sjælland-Fyn

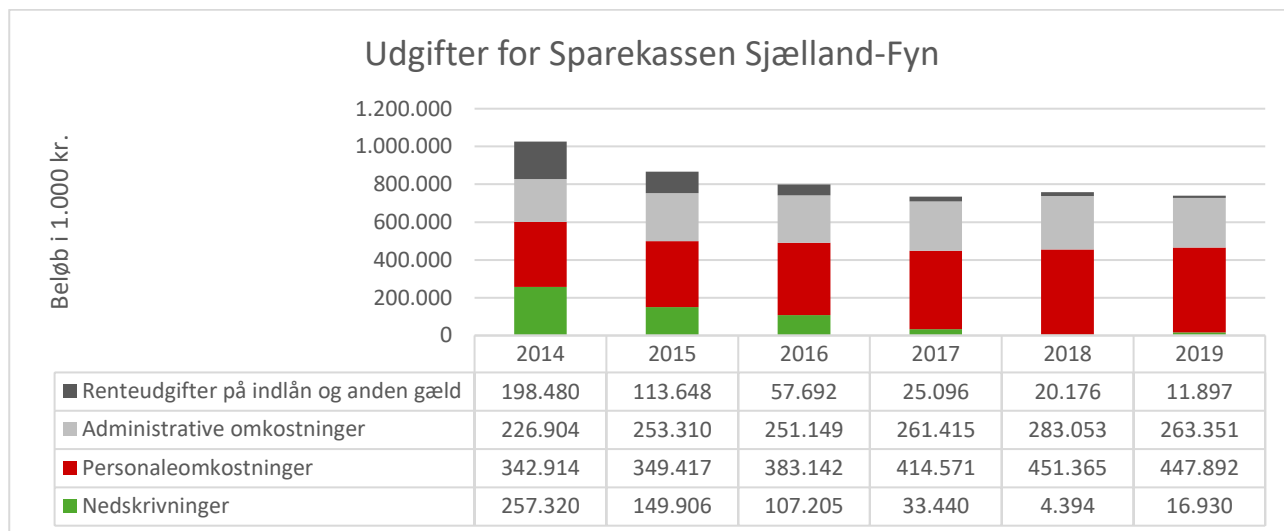


Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

SPKS har formået at vende deres negative udlånsvækst til positiv hen over analyseperioden. Udlånsvæksten fortsætter dog nedad på kurven fra 2017 og ender på kun lige over 0% i 2019. De har ikke en strategi om at mindske deres udlån, hvorfor de skal være meget observante på at bedre dette nøgletal fremover. De skriver også, som en del af deres strategi, at de ønsker at øge andelen af kunder i mindre og mellemstore virksomheder, som alt andet lige kan sikre større udlån til højere priser.

Ser man på nedskrivningsprocenten over analyseperioden, er den faldet til at være næsten 0% i år 2018 og 2019. Dette er dog ikke ensbetydende med at de ikke tager nogen risiko. Nedskrivningsprocenten, er sammensat af nedskrivninger i indeværende år, samt indgående (altså penge de får indkrævet, fra tidligere nedskrevne engagementer) fra tidligere nedskrivninger. Den returrate de har, må forventes at aftage, hvorfor nedskrivningsprocenten i fremtiden må forventes at stabilisere sig på et niveau over 0%.

Figur 4: Udgifter for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

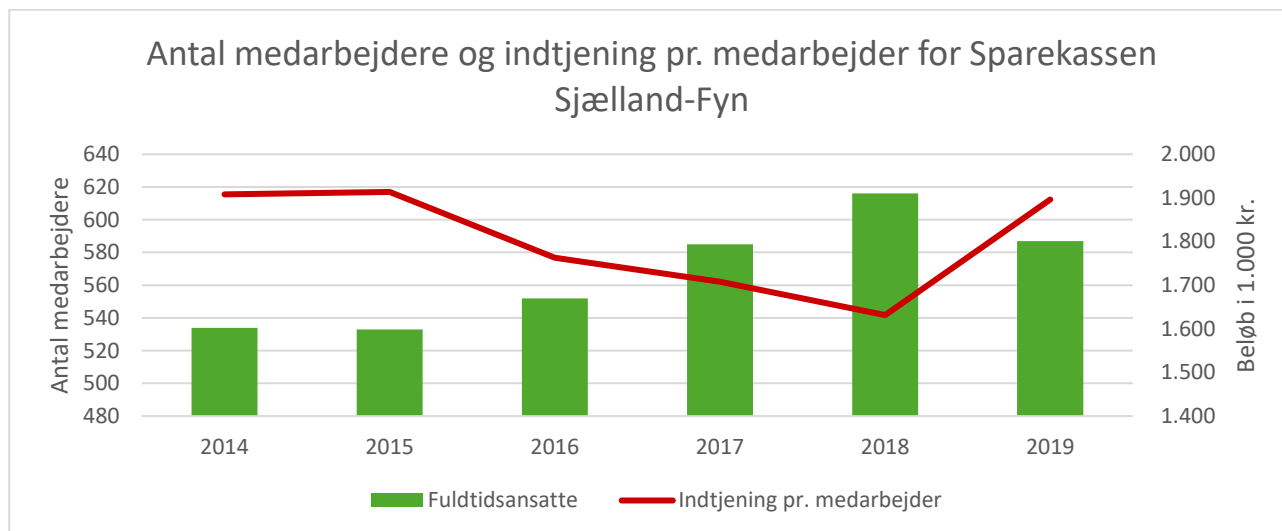
Nedskrivningerne, som naturligvis er en del af de samlede omkostninger, gengiver billedet af nedskrivningsprocenten fra forklaringen ovenfor.

De andre betydelige omkostninger er personaleomkostninger og administrative omkostninger. Begge disse er stigende fra start analyseperioden til 2018, hvorefter SPKS har gjort en indsats bl.a. ved naturlig afgang og nedlukning af enkelte filialer. Den tungeste post er dog stadigvæk de samlede personaleomkostninger. I 2018 har de haft flere engangsomkostninger til bl.a. udvikling af IT, åbning af nye filialer og markedsføringsomkostninger (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018, pp. 10-11).

De faldende renteudgifter må anses at være levn fra den gang, hvor renterne var positive og pengeinstitutterne faktisk ydede en rente til deres kunder. I kraft af den faldende rente, der nu er negativ,

ydes der kun i meget få tilfælde rentebetalinger til kunderne, hvorfor posten er kraftigt mindsket. Indtægterne som sparekassen dengang fik fra indlånet, er også inkl. I renteindtægterne fra tidligere graf. Det må formodes at de samlede udgifter til at honorere den negative rente i Nationalbanken, er mindre end de tidligere udgifter til renteudbetaling til kunderne. Dog skal det bemærkes, at der nu ikke samtidig med udgiften er en tilsvarende/merindtjening på renteindtægterne.

Figur 5: Antal medarbejdere og indtjening pr. medarbejder for Sparekassen Sjælland-Fyn

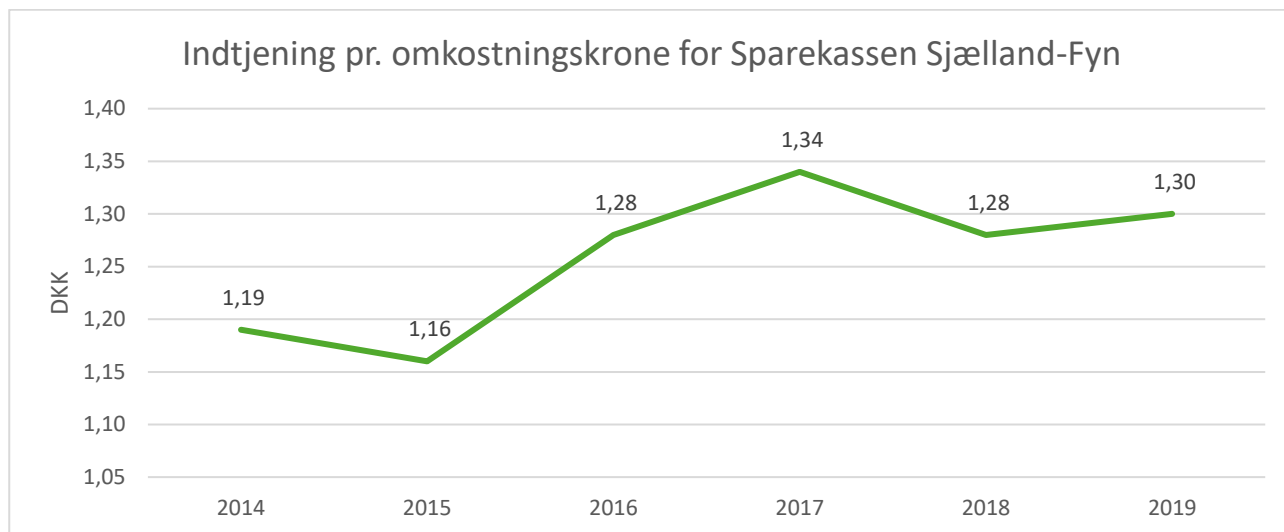


Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

Frem til 2018 er antallet af medarbejdere steget med 15%, hvorefter den tidligere nævnte strategi har slået igennem, hvorfor der ses et større fald til 2019 på 5,5%. I branchen er der kommet langt flere krav til bl.a. virksomhedernes compliance, hvorfor en større del af den tidligere medarbejderstigning, må formodes at være til administrative stillinger.

De ovenstående forklaringer til ændringen i den samlede medarbejderstab og omkostningsbilledet, ses tydeligt på indtjeningen pr. medarbejder, som fra 2014-2018 har været på en nedadgående kurs. Stigningen i 2019 er bestemt positiv, men også til dels skubbet afsted på basis af øget engangsindtjening på fx konverteringsbølgen samt faldet i det samlede medarbejderantal.

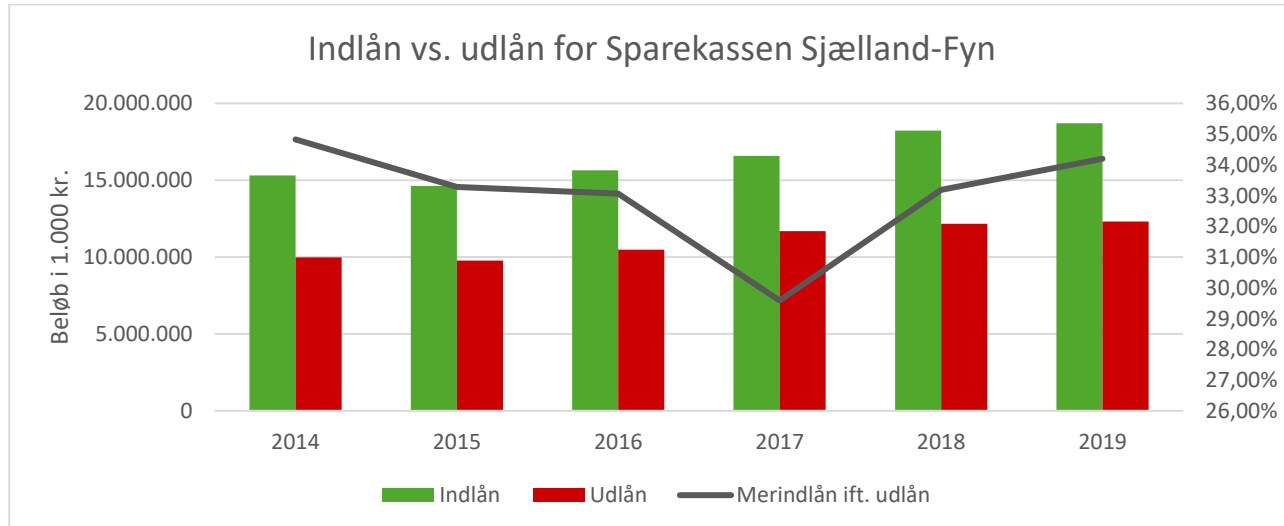
Figur 6: Indtjening pr. omkostningskrone for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

Hen over perioden er tallet væsentligt forbedret. Dog har SPKS selv en strategi om at få løftet tallet til 1,7 kr. pr. 2021 (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018, p. 18). Baggrunden for stigningen i løbet af årene er at omkostningerne er mindsket, samtidig med at indtjeningen er øget.

Figur 7: Indlån vs. udlån for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

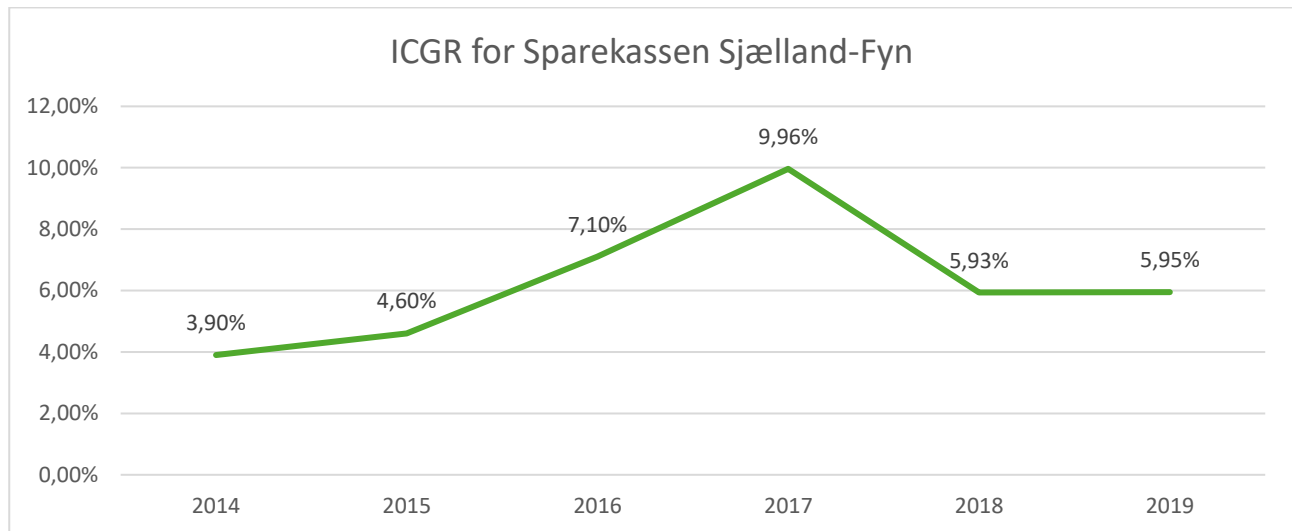
Ser man på indlån ift. udlån, kan det aflæses af grafen, at indlånet er stødt stigende – det kan dog ikke tilskrives SPKS alene, men nærmere den naturlige udvikling i samfundet, hvorfor der er flere pengeinstitutter som i 2019, er begyndt at indføre negative renter på indlån for private kunder. Det har SPSK også valgt at gøre, og det rammer alle kunder som ikke har sin NemKonto registreret hos dem. SPKS har formået i samme

periode at løfte deres udlån, således at forskellen på indlån og udlån er næsten status quo ift. 2015-niveauet. De har ikke de seneste år i analyseperioden, været lige så gode at øge deres udlån, som de var i starten.

Alt i alt er det disse udsving i de enkelte poster, der er portrætteret i graferne ovenfor, som akkumuleret udgør forklaringen til udviklingen i ROE og ROA.

Til slut vil vi se på to centrale nøgletal, når man drøfter fusion:

Figur 8: ICGR for Sparekassen Sjælland-Fyn



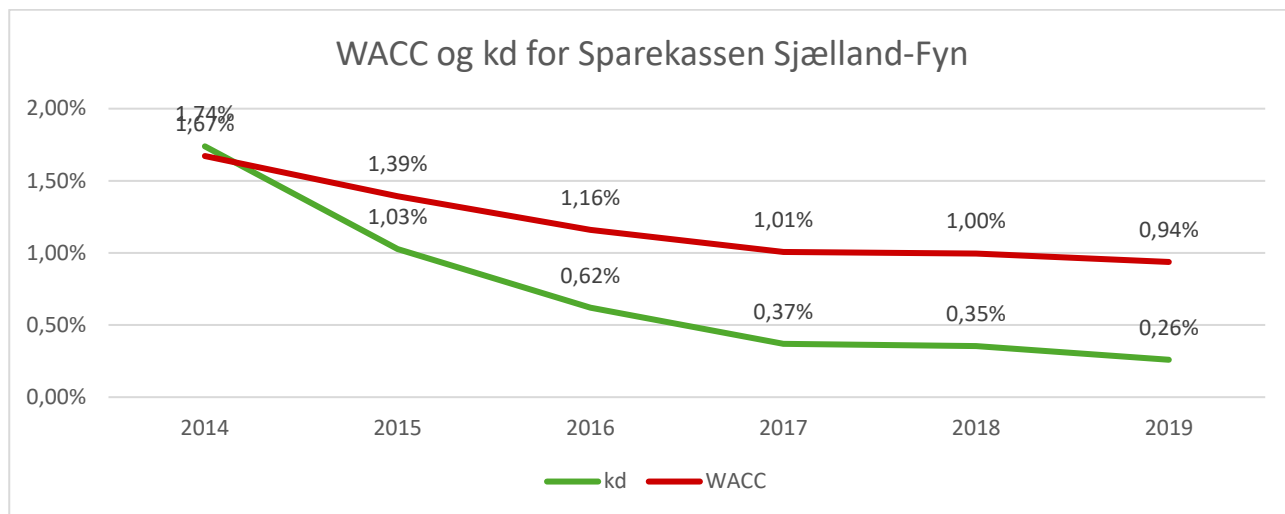
Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

Nøgletallet ligger i 2019 en smule bedre end i 2014, dog med udsving imellem perioderne. Grunden til den store stigning i 2016-2017, kan primært tilskrives en stigning i nettoresultatet samt det faktum at de valgte i 2017 ikke at udbetale udbytte til deres aktionærer.

Det generelle niveau for tallet er fint, jf. tidligere beskrivelse af nøgletallet.

Som vi kommer ind på senere har SPKS en rigtig fin solvensoverdækning, så derfor er det interessant at bruge ICGR til at se hvor meget, de kan øge deres udlån uden at det påvirker solvensen, som den er på nuværende tidspunkt. Her kan det ses, at de faktisk kan vækste med næsten 6%, uden at det påvirker deres solvens.

Figur 9: WACC og kd for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Regnskabsanalyse

I grafen har vi valgt både at udstille slutnøgletallet WACC, men også mellemregningstallet kd, som viser prisen for fremmedkapitalen alene.

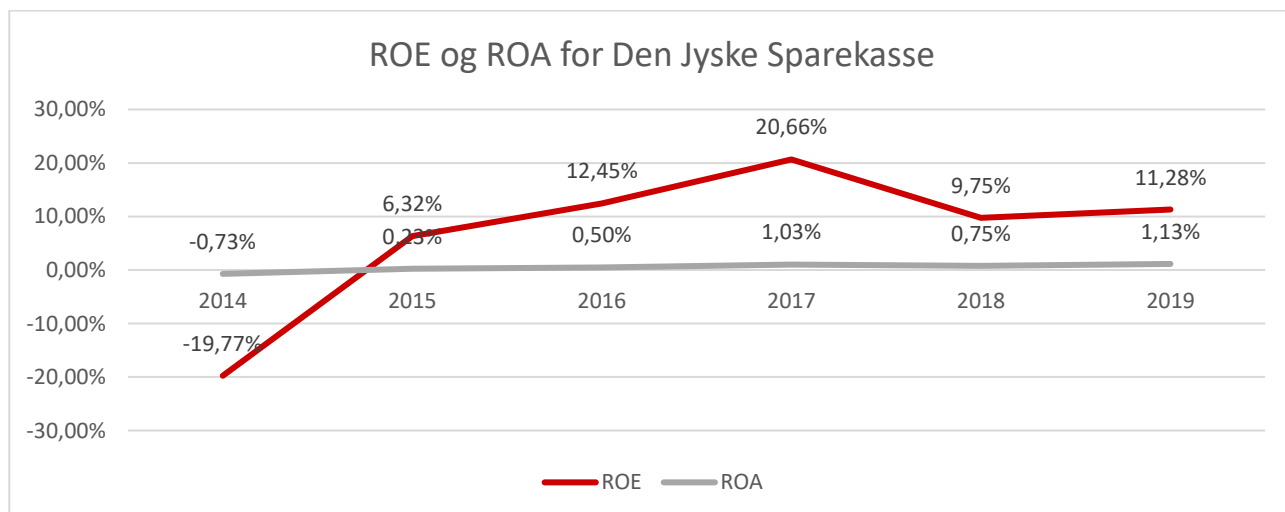
Niveauet for SPKS' WACC er tilfredsstillende, henset til det nuværende rentemiljø. Den starter analyseperioden på 1,67% og falder til 0,94% og den faldende tendens er positivt, da det viser at SPKS betaler mindre for deres kapital i 2019 end de gjorde i 2014. Den samme tendens ses for kd tallet.

Udviklingen påvirkes især af, at de samlede renteudgifter er faldet kraftigt over analyseperioden.

7.1.2. Den Jyske Sparekasse

Allerførst vises sparekassens ROE og ROA:

Figur 10: ROE og ROA for Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

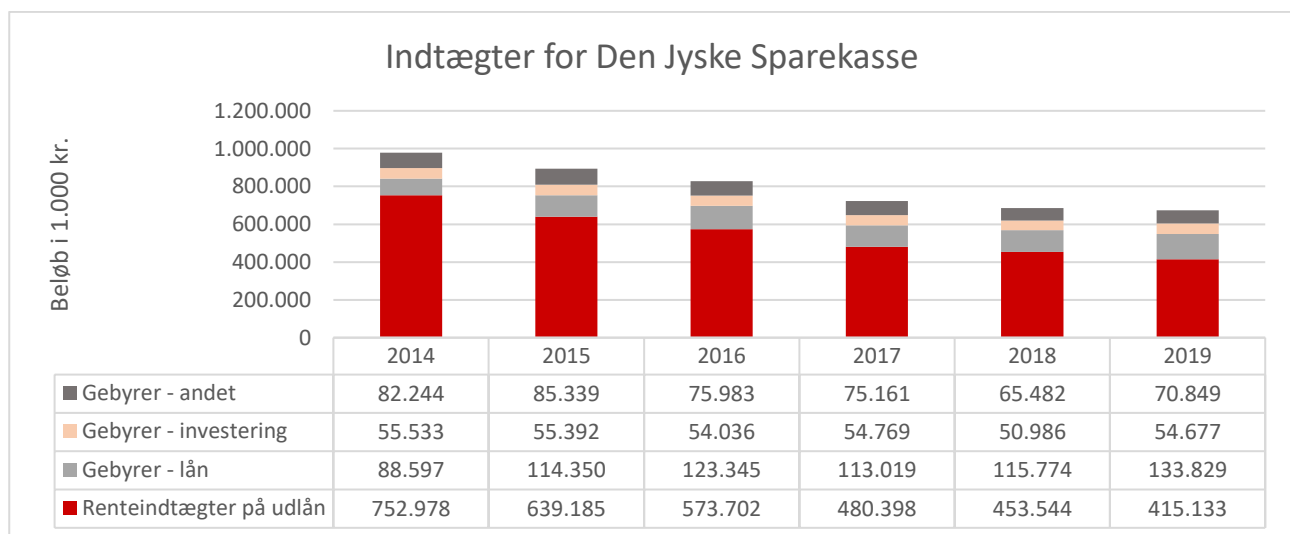
DJS har samlet over perioden, oplevet en forbedring i begge nøgletal. I årene op til 2014 og 2014 inkl. kæmpede DJS med efterveerne fra finanskrisen, som gav udslag med negative nettoresultater. Det var især henset til de store nedskrivninger, der ikke kunne opvejes af stigende indtægter. Denne tendens har de formået at vende fra og med 2015, og har dermed siden præsteret positive nettoresultater. Det gør også at begge nøgletal er vendt fra minus til plus.

Faldet fra 2017 til 2018 skyldes ekstraordinære udgifter til deres børsnotering i 2018, samt at der skete en aktieudvidelse – hvorfor deres egenkapital og dermed også samlede balancesum steg.

De nuværende niveauer for både ROE og ROA er acceptable, set ift. deres konkurrenter og placering på markedet. De skal fokusere på at skabe stabile resultater, som understøtter eller forbedrer nuværende niveau som set fra 2018-2019.

For at kunne dykke yderligere ned i ændringerne for ovenstående nøgletal, er det vigtigt at se på både omkostnings- og indtægtssiden. Her starter vi med indtægterne:

Figur 11: Indtægter for Den Jyske Sparekasse



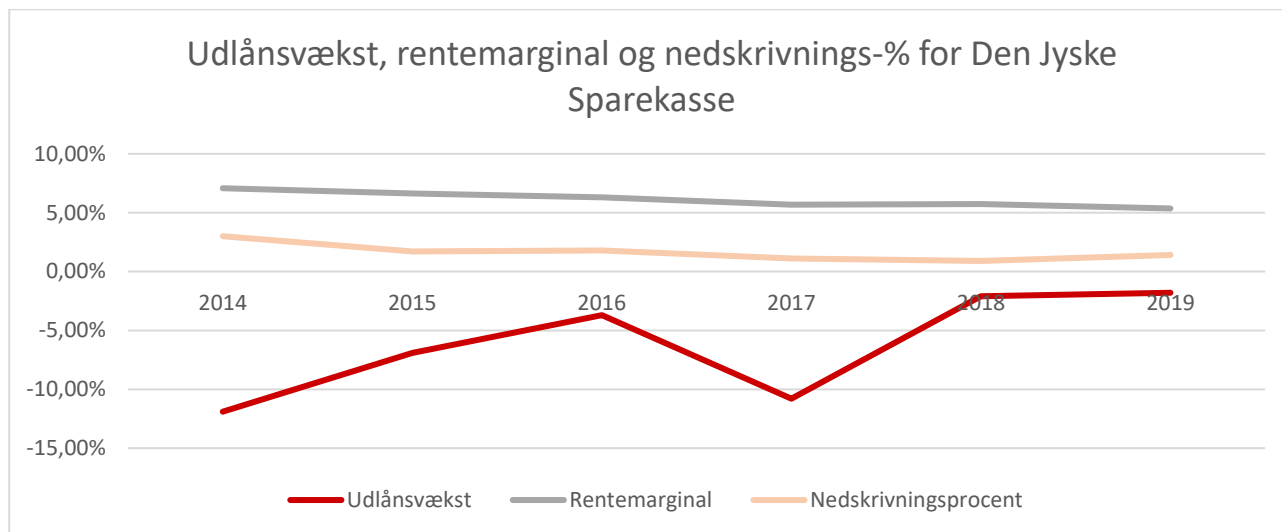
Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

Det kan tydeligt aflæses at DJS er presset på renteindtjeningen – det er til dels pga. større fald i den samlede udlånsmasse (som forklares yderligere længere nede i opgaven) samt øget konkurrence på privatmarkedet, som presser rentemarginalerne i nedadgående retning.

Gebyrer på investering og gebyrer - andet, har naturlige, men ikke så betydningsfulde svingninger. Derimod er gebyrerne henset til lån steget kraftigt. DJS har ligesom SPKS også oplevet en positiv effekt i de samlede lånesagsgebyrer pga. konverteringsbølgen i 2019.

Det er værd at notere, at DJS har haft en engangsindtægt ved salget af SparInvest på 80 mio. kr., som er en del af posten kursreguleringer, og derfor ej fremgår i ovenstående graf. Dette har også haft en positiv effekt på nettoresultatet i 2019.

Figur 12: Udlånsvækst, rentemarginal og nedskrivningsprocent for Den Jyske Sparekasse

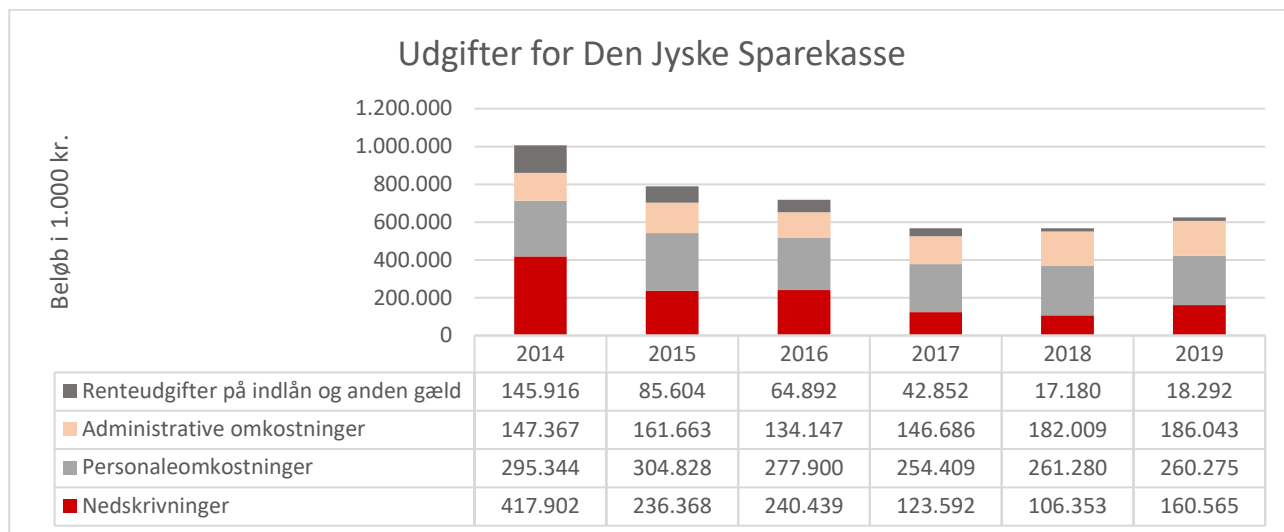


Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

I denne figur, kan den faldende rentemarginal ses tydeligt, over analyseperioden er den faktisk faldet med næsten 25%.

Udlånsvæksten har samlet fra 2014-2019 været stigende, dog er den stadigvæk negativ. Det er ikke så alarmerende, når det kobles op på DJS' egen plan for nedbringelse af dele af deres udlånsportefølje. Det er især på landbrugs- og ejendomseksponering, hvor de tidligere har taget en del udlån, som senere hen har ændret sig til at være langt mere risikofyldte end oprindeligt – og det har de har oplevet de negative konsekvenser ved, især på nedskrivningssiden. De har altid været loyale overfor lokalsamfundet, og lånt penge ud til disse segmenter, uden måske at være opmærksomme på de eventuelle konsekvenser det kunne have. I kraft af nedbringelse af en del af de risikofyldte udlån, og allerede store nedskrivninger, er nedskrivningsprocenten heldigvis på vej i rette retning og falder over analyseperioden. Det observeres dog at den stiger fra 2018-2019, som beskrives yderligere herunder.

Figur 13: Udgifter for Den Jyske Sparekasse

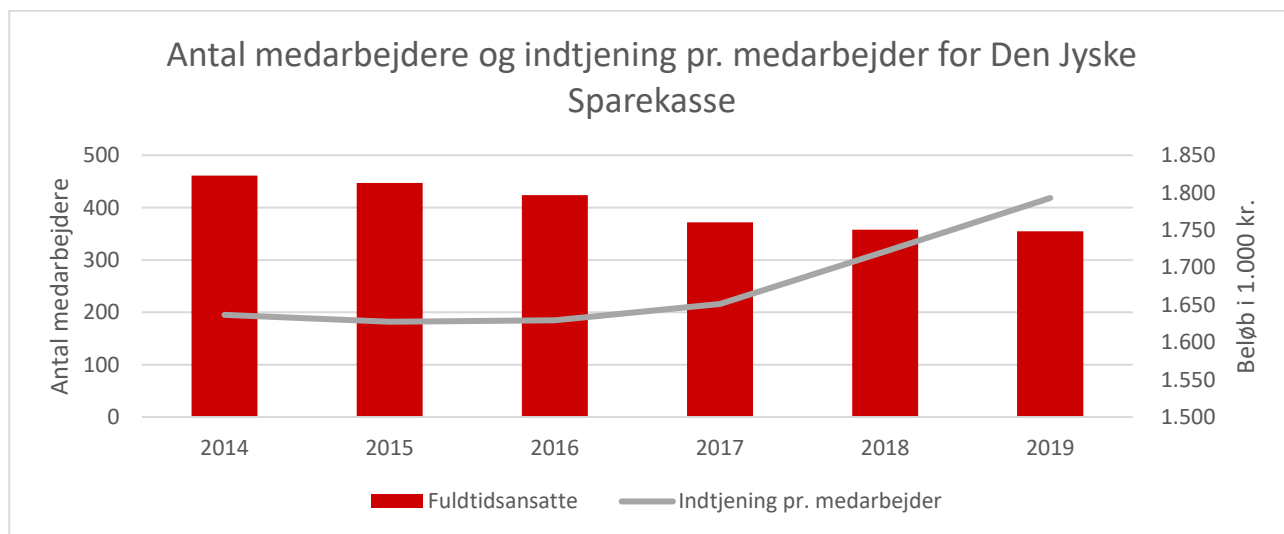


Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

Den største post i 2014, var klart nedskrivningerne. Niveauet er normaliseret siden, som også er beskrevet på forhenværende graf. Stigningen fra 2018-2019 skyldes resultatet af en ordinær inspektion fra Finanstilsynet, som gav påbud og dermed krævede yderligere nedskrivninger. Fra 2014-2017 formår de at nedbringe deres personaleomkostninger. Der sker dog en stigning til 2018, som ligeledes kan ses i de administrative omkostninger. Igen må det forklares med ekstraordinære udgifter til børsnoteringen, hvor der skulle trækkes på både eksterne og interne ressourcer. Tallet holdes næsten status quo fra 2018-2019.

Mht. renteudgifterne, er det det samme billede som for SPKS der viser sig.

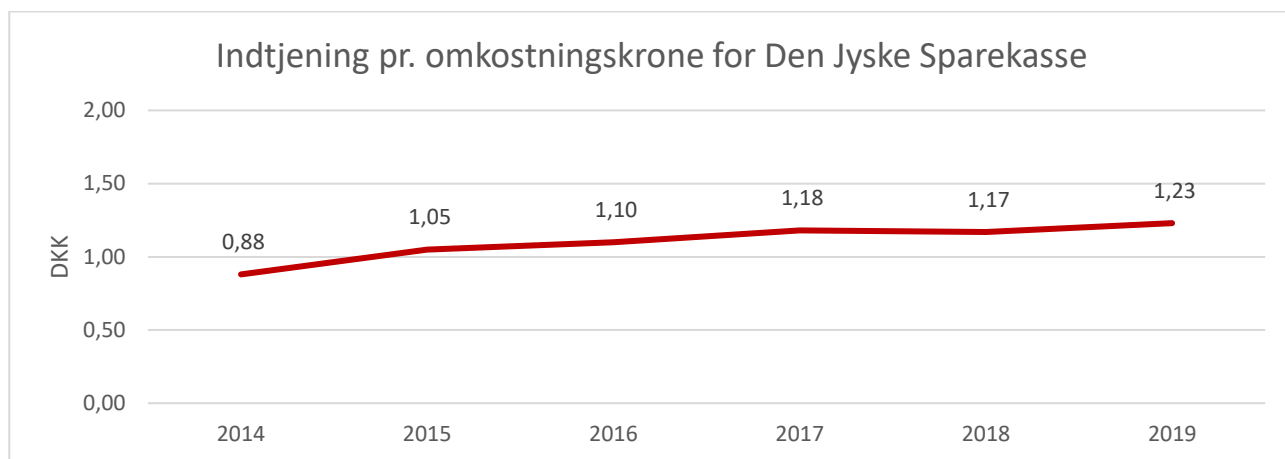
Figur 14: Antal medarbejdere og indtjening pr. medarbejder for Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

I en tid, hvor der er kommet mere fokus på compliance-delen, er det værd at bemærke, at DJS har formået at mindske antallet af fuldtidsansatte på koncernniveau. Det gør samtidigt, at den indtjening den enkelte medarbejder bidrager med, også er steget. Fra 2014 er faldet i antallet af medarbejdere nogenlunde ens med faldet i indtjeningen, dog har de fra 2017-2018 bevaret ca. samme netto rente- og gebyrindtjening på et mindre antal medarbejdere, hvorfor den stiger kraftigt her. I 2019 er tallet ligeledes begunstiget af den ekstraordinære indtjening fra SparInvest.

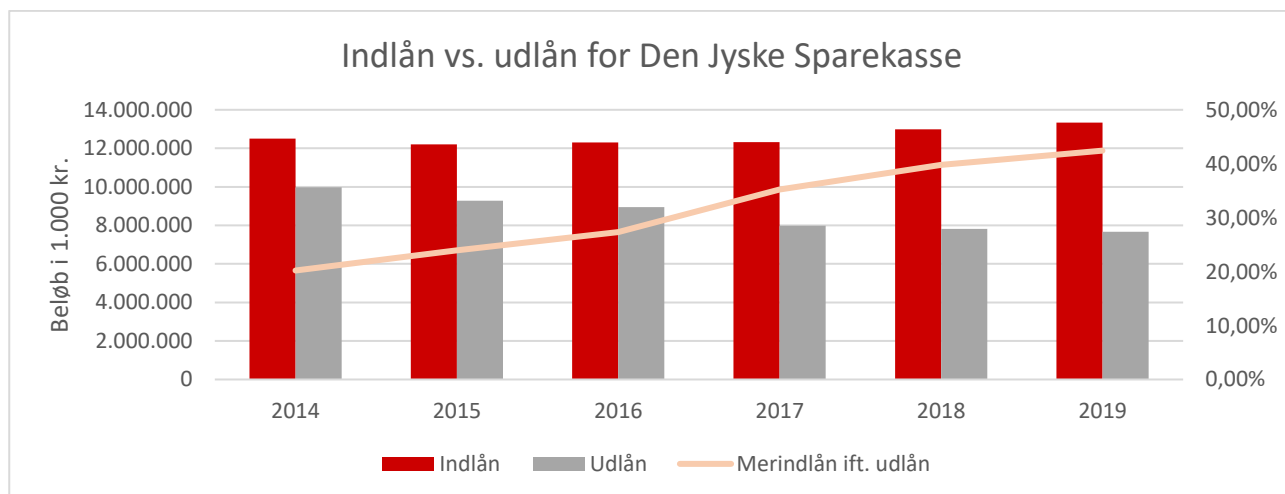
Figur 15: Indtjening pr. omkostningskrone for Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

I perioden er tallet samlet set forbedret med ca. 40%, hvilket jo i sig selv er en udvikling i den rette retning. Det som har givet den positive udvikling, er et større fald i omkostningerne end i indtægterne. Dog er tallet stadigvæk i den lave ende. De skal forsætte med at få tallet til at stige yderligere – som hidtil. DJS udtaler ikke selv, at de har et ønske om et særligt niveau indenfor en given tidsperiode.

Figur 16: Indlån vs. udlån for Den Jyske Sparekasse

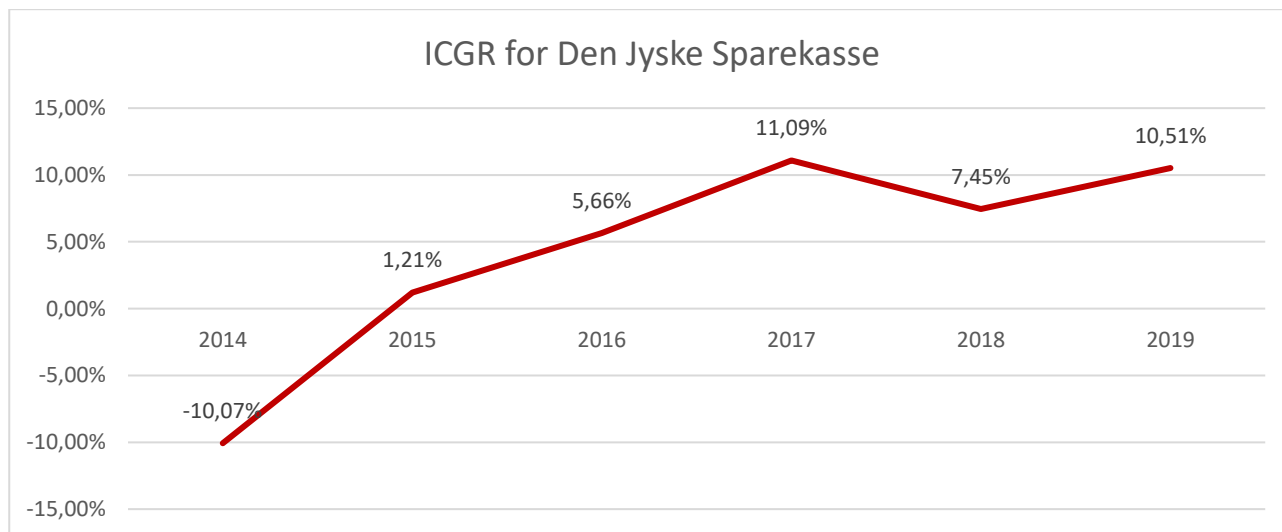


Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

Som beskrevet flere gange ovenfor, er DJS' plan om at mindske en del af deres udlånsportefølje i fuld gang. Det optimale ville jo være hvis de kunne erstatte de risikofyldte udlån, med gode udlån i stedet for fx til privatkunder. Det er dog ikke så realistisk, at bytteforholdet kan erstattes 1:1, da man tager og piller en "stor spiller" ud, og ikke nødvendigvis kan finde tilpas mange "små spillere", som kan opfylde samme mængde. Dette er også set i forhold til deres markedsområde, hvor lønninger/boliger ikke er i samme niveau, som andre steder i landet, fx omkring hovedstadsområdet.

Indlånet følger også den normale tendens i markedet, og stiger en smule. Tendensen er dog ikke så kraftig, som den ses for SPKS, men i kraft af at udlånet mindskes, stiger deres indlånsoverskud jævnt. DJS beskriver i deres årsrapport 2019, at de fremadrettet ønsker at indføre negative indlånsrenter, som kommer til at berøre både privat og erhverv. Det gør også at de ikke fremadrettet, kommer til at tage den fulde effekt/regning for det voksende indlån på egne bøger. Det forventes også at en del af den indestående totalsum, kan formidles ind i forskellige investeringsløsninger, som vil øge deres løbende indtægter.

Figur 17: ICGR for Den Jyske Sparekasse

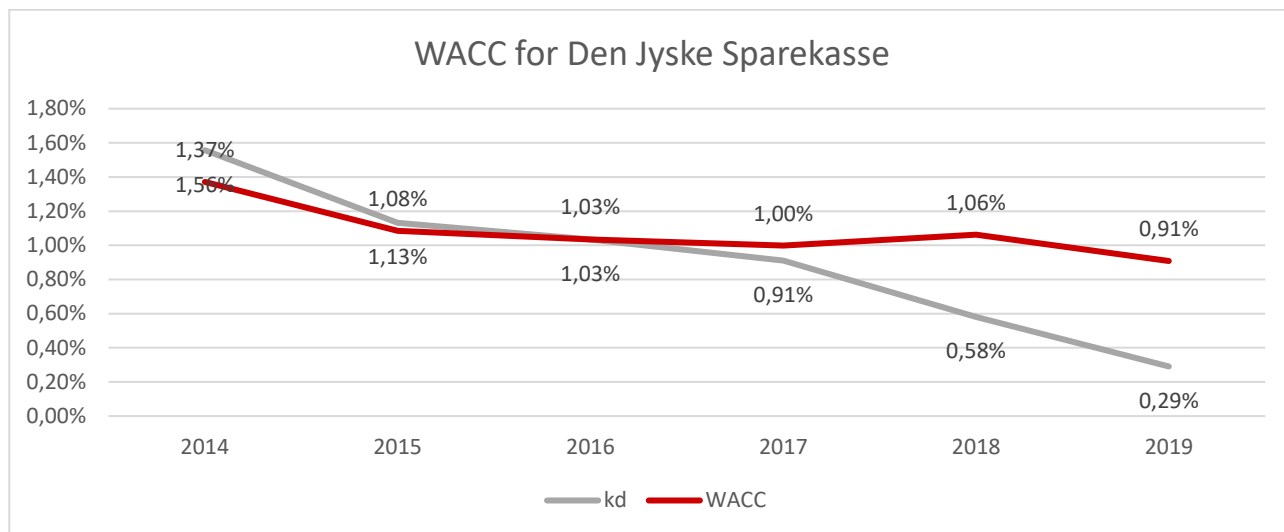


Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

Nøgletallet, har som flere andre heldigvis haft en positiv udvikling fra et negativt (pga. det negative nettoresultat i 2014) til et positivt tal. Udviklingen er meget lig, den som ses i ROE'en. Faldet fra 2017, kan som med ROE'en, tilskrives børsnoteringen og den tilhørende aktieudvidelse, som øgede egenkapitalen samt gav et ringere netto resultat.

Generelt er niveauet, ekskl. 2014 og 2015, pænt og det viser at der er plads til at vækste uden at det påvirker solvensen.

Figur 18: WACC og kd for Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Regnskabsanalyse

Af grafen kan den positive udvikling i både WACC, men også del-nøgletallet kd aflæses. Især kd har haft en rigtig fin udvikling fra 2017-2019, som skyldtes en indfrielse af ca. halvdelen af deres fremmedkapital i forbindelse med børsnoteringen i 2018. Dog kan den positive udvikling også spores i 2019-tallet, da især besparelsen på renteudgifterne først slog fuldt ud igennem i her.

Niveauet for DJS' WACC er generelt tilfredsstillende.

7.1.3. Samlet vurdering

Sætter vi de to sparekasser op mod hinanden, ses mange ligheder. DJS er præget af store stigninger i mange af deres tal, men det er også set ud fra at deres udgangspunkt i 2014 med et negativt nettoresultat, som er tydelig at spore i de ringe nøgletal for det år. SPKS har haft en mere jævn udvikling, men der er også en generel positiv udvikling at spore i nøgletallene.

Niveauet for ROE ender for begge i 2019 på ca. 10-11%, hvilket er flot præsteret og ligger i tråd med de generelle forventninger til afkastet fra aktionærerne. Kigger man hen mod den gennemsnitlige indtjening pr. medarbejder, er der også kun ca. 100.000 kr. til forskel mellem sparekasserne, her præsterer SPKS en tand bedre. Det kan også ses i deres indtjening pr. omkostningskrone, som er 0,07 kr. højere end DJS' tal. Ambitionen er dog at få tallet øget yderligere. DJS har en helt særlig ambition for deres udlånsvækst, som er præget af en del "oprydning" i nogle tidligere udlån, hvorfor de ønsker at nedbringe en del af deres udlån, især på erhvervssiden. De er gået fra i nogle år i analyseperioden at have en negativ udlånsvækst på mere end -10% til nu kun -1,8%, så derfor kan det også afledes, at de har fået lavet en del af den ønskede oprydning, samtidig med at de laver ny-udlån, som må antages at være af bedre kvalitet. SPKS' udlånsvækst startede også i analyseperioden med at være negativ, men er senere vendt til positiv og har været det i 4 ud af 6

analyse år. Dog har et fald fra 2018 gjort, at de ligger og tenderer omkring 0% i 2019. Begge sparekasser har intentionen om at øge deres udlån, naturligvis med den rette slags, på den lange bane. Rentemarginalen er faldende for begge sparekasser, og det er en naturlig tendens i branchen, grundet øget konkurrence. DJS' indlåsmarginal er ca. 1%-højere end SPKS', men må også antages, at have en del at gøre med at deres erhvervsportefølje udgør en større andel ift. Privat. SPKS' udlånsmasse er dog i kraft af deres størrelse, også større, hvorfor de tjener mere til bundlinjen, på trods af den lavere rentemarginal.

Sammenlignes ICGR og WACC på tværs af de to selskaber, ses samme positive tendenser. ICGR er steget for begge og WACC er faldet. WACC-niveauet ligger for begge i 2019 på 0,9%. ICGR-tallet viser, at der er plads til at begge sparekasser kan udvide deres udlånsvækst, uden at deres solvens bliver påvirket, som er vigtig for deres fremtidige eksistens. Tallet er højere for DJS, dog betaler de ikke udbytte til deres aktionærer – gjorde de dette, ville tallet også mindskes.

Alt i alt, to sparekasser som oplever flere af samme tendenser i nøgletallenes udvikling. Der er ingen som har kritiske svaghestegn, som umiddelbart vil sætte en stopper for modpartens ønske om at indgå i en fusion.

7.2. Analyse af kapitalforhold

Til start vil vi lave en kort forklaring af de kapitalkrav, som pengeinstitutterne er underlagt. Herefter vil vi følge samme fremgangsmåde, som under regnskabsanalyserne, altså først SPKS, derefter DJS og så en samlet vurdering, som her også vil indeholde en stillingtagen til deres kravopfyldelse, som én enhed.

7.2.1. Overordnede krav

Når man ser på hvilke kapitalkrav der skal leves op til, er det stort set det samme for begge sparekasser. De skal begge have et kapitalgrundlag der udgør mindst 8% af de risikovægtede aktiver. Efter indførslen af Basel IV kravene, er der dog krav til hvordan virksomhederne skal afdække dette. 4,5% skal være egentlig egenkapital, op til 1,5% kan afdækkes med hybrid kernekapital og de sidste 2% må afdækkes med supplerende kapital (Andreasen, 2017, p. 348). Derudover skal de begge fra 2019 have en kapitalbevaringsbuffer på 2,5%, som løbende er blevet indfaset siden 2016. Dernæst skal der også være til dækning af en kontracyklisk buffer, som vil ligge på mellem 0-2,5% og fastsættes af det systemiske råd. Denne er pt. på 1%, men bliver i sommeren 2020, sat op til 1,5% (Ritzau, 2019).

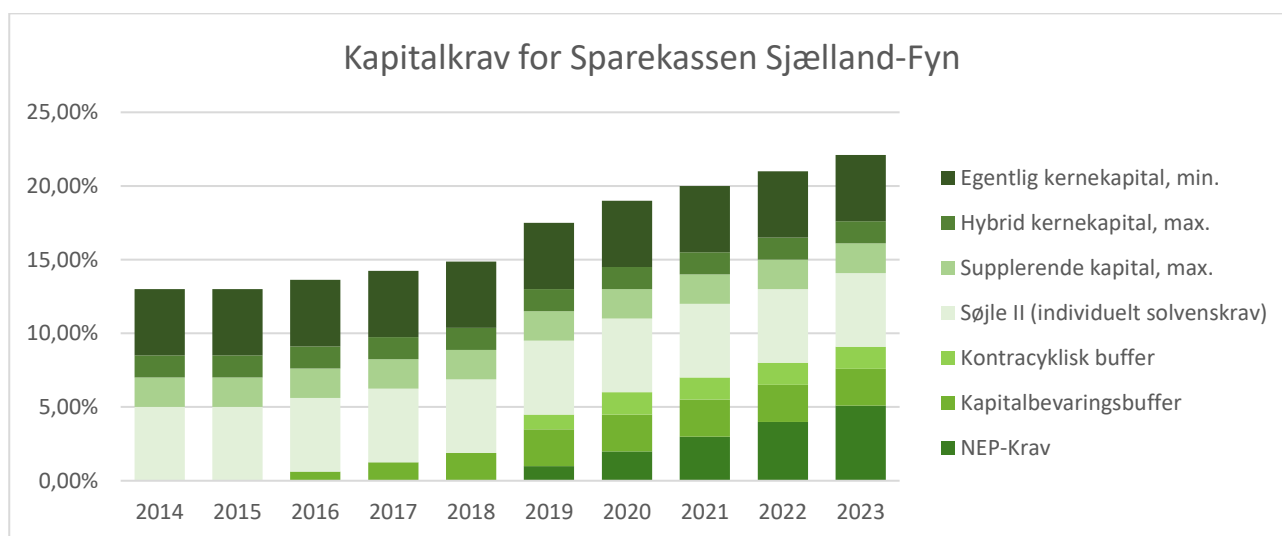
Dette giver begge sparekasser et samlet nuværende krav på minimum 12%. Oveni dette kapitalkrav, kommer der et Søjle II krav, som er individuelt fastsat for hvert enkelt pengeinstitut baseret på størrelse og kvaliteten af deres udlånsportefølje. Niveauet skal godkendes af Finanstilsynet. DJS har valgt at deres Søjle II tillæg skal være på 5%. SPKS har ikke meldt deres individuelle krav ud, så her har vi antaget at deres også er 5%. Dette har vi antaget ud fra at begge sparekasser er gruppe 2 pengeinstitutter (Finanstilsynet, 2020a), og vi derfor anser dem for sammenlignelige.

Men udover de ovenstående krav, indføres der også på baggrund af Basel IV, et NEP-krav, som indføres fra 2019-2023. Det må dækkes af en særlig type efterstillet gæld, som kan optages til formålet. Her er kravene til de to sparekasser forskellige. Dette giver også god mening, da der er størrelsesforskel på sparekasserne. SPKS har fået et NEP-Krav på 5,1% (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018a, p. 32) og DJS har et på 4% (Den Jyske Sparekasse, 2018, p. 13).

7.2.2. Sparekassen Sjælland-Fyn

De individuelle forhold for SPKS gennemgås herunder. Allererst vises en graf med udviklingen i de samlede kapitalkrav for sparekassen henover en 10-årig periode:

Figur 19: Kapitalkrav for Sparekassen Sjælland-Fyn



Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Kapitalkrav

Tallene fra 2014 til og med 2019 er de endelige kapitalkrav, hvor det fra 2020 og fremefter er de forventede.

Der indføres maksimalgrænser i de forskellige kapitalklasser jf. CRD IV 2014 (Andreasen, 2017, pp. 347-351).

Fra 2016 er de samlede krav stigende med indførelse af diverse ekstra buffere, som beskrevet ovenfor.

Figur 20: Solvensopgørelse for Sparekassen Sjælland-Fyn

Solvensopgørelse for Sparekassen Sjælland-Fyn						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Solvensprocent	19,23%	19,86%	19,21%	18,89%	20,00%	22,49%
Kapitalkrav	13,00%	13,00%	13,63%	14,25%	14,88%	17,50%
Overdækning i %-point	6,23%	6,86%	5,59%	4,64%	5,13%	4,99%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane SPKS Kapitalkrav

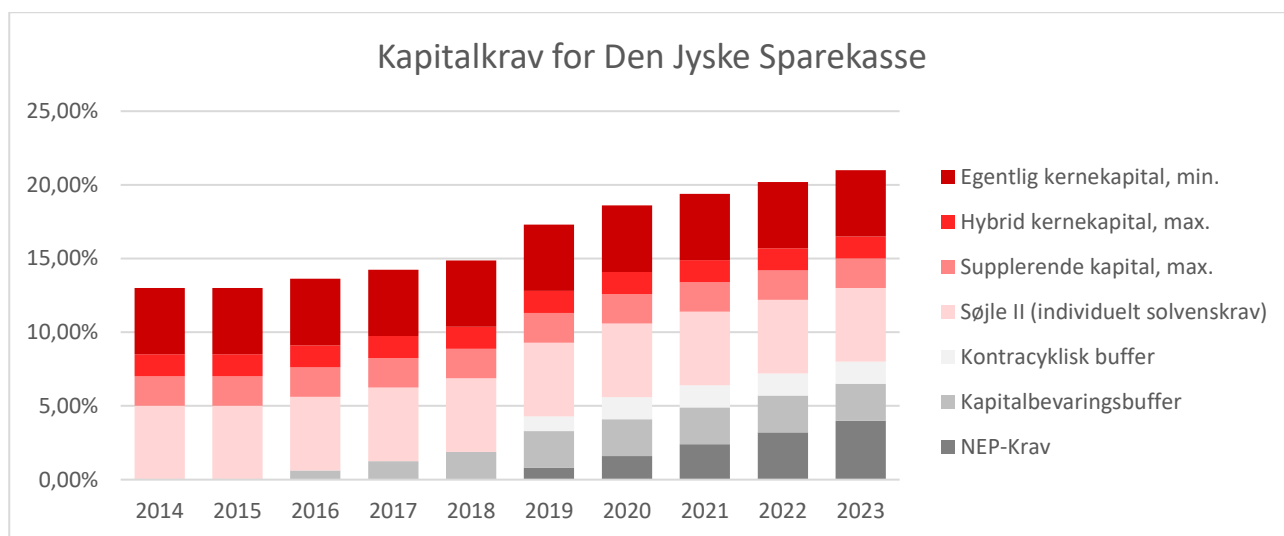
Ser vi så på SPKS' kapitalopgørelse, er den eneste ændring på de samlede kapitalkrav, at de har et lidt højere NEP-krav, så deres samlede krav stiger fra 13% til 22,10% i år 2023. Ud af figur 20, kan det aflæses at SPKS i 2019 har en overdækning på 4,99%. Ser man i forhold til alle de kommende krav, vil de med deres nuværende

overdækning, sagtens kunne afdække disse. SPKS har et ønske om, at have en overdækning på minimum 2%, og derfor har de i 2019 gennemført en aktieemission. Det gør at ca. den samme overdækning bevares fra 2018-2019, på trods af en stigning i kravene på 3%-point. De vil de løbende vurdere på om de skal supplere med at optage yderligere kapital, for at bevare den ønskede overdækning.

7.2.3. Den Jyske Sparekasse

Herunder gennemgås de individuelle forhold for DJS:

Figur 21: Kapitalkrav for Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Kapitalkrav

Som for SPKS gælder samme forudsætninger for denne, som beskrevet ovenfor. Forskellen i de to grafer er udelukkende forskellen i NEP-krav, som for DJS er 1,1%-point mindre.

Figur 22: Solvensopgørelse for Den Jyske Sparekasse

Solvensopgørelse for Den Jyske Sparekasse						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Solvensprocent	14,33%	15,08%	16,85%	18,82%	17,22%	19,49%
Kapitalkrav	13,00%	13,00%	13,63%	14,25%	14,88%	17,30%
Overdækning i %-point	1,33%	2,08%	3,22%	4,57%	2,34%	2,19%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS' årsregnskab år 2014-2019 – se bilag 1: Excel, fane DJS Kapitalkrav

Ser man på DJS kapitalopgørelse, stiger deres kapitalkrav fra 13% i 2014 til 21% i 2023, en stigning på 8%-point. I 2019 har de en overdækning på 2,19%. Denne overdækning er ikke nok til at afdække de kommende NEP-krav, fuld indfasning af kapitalbevaringsbuffer, samt den kontracykliske buffer. De har derfor igangsat en plan for kapitaludvidelse, hvor de benytter muligheden for at optage en særlig slags seniorgæld til afdækning af NEP-kravene. De har allerede optaget for 60 mio. i 2019, og har planer om at optage op imod

80 mio. i både 2020 og 2021 (Den Jyske Sparekasse, 2018, p. 13). Det gør at de vil kunne afdække de kommende krav. Deres egen målsætning om at have en overdækning på 5% overholder de ikke pt.

7.2.4. Fremadrettet

Set ud fra sparekassernes nuværende kapital og solvens, vil de begge kunne klare kravene til NEP mv. med deres nuværende planer. SPKS vil dog have en noget større overdækning end DJS. Ser man så indledende på en situation, hvor vi fusionerer de to sparekasser, mener vi derfor at de også som én samlet sparekasse, vil kunne klare de fremtidige kapitalkrav, og stadigvæk have en tilfredsstillende solvensoverdækning.

Vi vil igen kort berøre emnet under det kreditmæssige, for at se på hvilken effekt fusionen, samlet set vil have på solvensen.

7.3. Værdiansættelse

Vi har valgt at medtage værdiansættelsen som et essentielt emne, når der drøftes fusion mellem to pengeinstitutter. Værdiansættelsen repræsenterer nemlig den centrale del af Shareholder-delen i Shareholder/Stakeholder perspektiverne.

Vi vil i dette afsnit først analysere på de værdier som SPKS og DJS har i dag. Det giver os et bedre grundlag for senere at kunne diskutere hvilken fusionsmetode, der er mest fair. Herefter vil vi vurdere de mulige synergier og omkostninger, der opstår ved en fusion. Det trækkes så ind i en samlet værdiansættelse af den fusionerede sparekasse. Dernæst vil vi foreslå og beregne en fusionsmåde, som baseret ud fra tidligere beskrivelse af fusionsmetoder. I næste afsnit vil vi samle op på alle de "blødere" værdier, som der ikke på samme måde kan regnes på.

7.3.1. Værdier på Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse i dag

Vi har valgt at bruge Damodarans model til værdiansættelse af vores to sparekasser. Den model, som vi har valgt at basere vores analyser på, er den variant som Damodaran kalder Excess Return Valuation, som er en variant af en DCF-model.

Når der nu er tale om værdiansættelse af et pengeinstitut, er det noget anderledes end "normale" virksomheder. Normalt vil en virksomhed have et varelager, som de sælger ud af og det er fra dette varelager, deres indtjening vil komme. Når man derimod ser på et pengeinstitut, har de ikke et fysisk varelager. Derfor betragtes pengeinstitutts gæld, som en del af driften, da gælden kan anses, som deres varelager, da det er her indtjeningen genereres. Når nu definitionen af varelageret er på plads, kan man sige at modellens hovedtræk er, beregning af pengeinstitutts cash flow til egenkapitalen.

Ved alle værdiansættelsesmetoder, vil der ved modellen være nogle usikkerheder, der skal tages hensyn til. Dette kan igen henføres til, at det er anderledes at værdiansætte et pengeinstitut. Dette skyldes at balancen

er sammensat anderledes, end ved en normal virksomhed. F.eks. at indlån fremgår af passivsiden på balancen. Pengeinstitutter er også underlagt diverse kapitalkrav, som hele tiden ændrer sig. Det kan betyde, at der kan komme perioder, hvor man f.eks. vælger ikke at betale udbytte. I stedet overføres overskuddet til egenkapitalen, og dermed stiller pengeinstituttet sig bedre, til at kunne imødekomme kapitalkravene. Det vil som altid være en balancegang, mellem det at skulle konsolidere sig og så udbetale udbytte til sine aktionærer. Det vil være svært at tiltrække nye investorer i længden, hvis man ikke betaler udbytte til dem.

At finde denne balancegang, mellem udbyttebetaling og overført overskud, er et meget vigtigt punkt. Specielt i henhold til tidligere afsnit om ICGR, som beskriver, at overført overskud har stor indflydelse på, hvor meget pengeinstituttet kan vækste uden at påvirke solvensen. Så derfor skal det udbytte, som ligger ind i terminalperioden, overvejes grundigt.

De forudsætninger som vi har valgt at indlægge i modellen er:

- Beta-værdi: 0,7101. Det samme som der er anvendt i regnskabsanalysen (se afsnit 6.2).
- Risikofrie rente: 0,34%. Det samme som der er anvendt i regnskabsanalysen (se afsnit 6.2).
- Risikotillæg: 8%. Det samme som der er anvendt i regnskabsanalysen (se afsnit 6.2).
 - Det er de faktorer som indgår i CAPM-modellen og det giver en cost-of-equity på 6%.
- Længde af vækstperiode: 5 år. Vi mener ikke at vi kan "spå" længere ud i fremtiden, da verden er foranderlig.
- ROE for vækstperiode: Her har vi valgt det præsterede i værdiansættelsesåret. Begge sparekassers ROE, bærer præg af stabilisering og et generelt fornuftigt niveau, som både virksomheden og dets investorer kan være tilfredse med. Derfor anser vi det som realistisk at benytte det som målepunkt for den kortere periode.
- Retention rate for vækstperiode: Det præsterede i værdiansættelsesåret. SPKS har udbetalt udbytte og det har DJS ikke. Vi forventer at det forsætter på samme måde fremover, på den korte bane.
 - Disse to punkter udgør formlen til, hvad den forventede vækstrate i vækstperioden vil være.
- ROE for terminalperioden: 8%. Tallet er valgt, da vi mener at det er hvad vi som minimum kan forvente, at sparekasserne kan præstere på lang sigt, samt at det stadigvæk går i tråd med det PWC udtaler (se afsnit 6.2). Vi anser det for minimumsforventningen til afkast fra aktionærerne.
- Vækstrate for terminalperioden: 1,2%, svarende til den generelle inflation for marts 2019 (Danmarks Statistik, 2019).
- Payout ratio for terminalperioden: 25% jf. begge sparekassers regnskaber, hvori de skriver at de anser denne %-sats for det optimale udbytte af årets resultat.
- Beta og risikotillæg for terminalperioden bevares med samme niveauer, som under vækstperioden.

- Det er valgt at modellen gradvist skal justere ROE for vækstperioden ned til den ROE, som er valgt for terminalperioden.

Vi har valgt, at det er de samme forudsætninger, som er gældende for begge sparekasser. Dog er undtaget de to punkter, hvor vi benytter os af de præsterede niveauer. Baggrunden for at anvende ens forudsætninger er, at undgå utilsigtede svingninger i slutværdien af sparekasserne. For SPKS har vi benyttet tal fra årsrapporten 2019, og for DJS for 2018 – baggrunden for herfor, beskrives nede i den specifikke værdiansættelse.

Slutværdierne på de to sparekasser, diskuteres og herefter vil vi holde dem op imod K/I-værdien, som er aflæst fra regnskaberne 2019. K/I står for kurs/indre værdi:

- K står for den nuværende markedskurs
- I står for den indre værdi af aktien, altså egenkapital set i forhold til antal aktier.

K/I er dog et nøgletal, der har meget svært ved at stå alene, da det ikke tager højde for hvordan det historisk set, har set ud indtjeningsmæssigt, samt hvordan indtjeningen forventes at komme til at udvikle sig fremover. Hvis en virksomhed har en K/I på 1, betyder det at hvis man køber for 1 krone i virksomheden, køber man også 1 kroners bogført værdi. Men ofte ses det at K/i for pengeinstitutter ligger under 1. Det bekræftes ud fra en artikel på Nordnet, hvor der kan udregnes et gennemsnit på 0,88, for 7 pengeinstitutter med aktiviteter i Danmark (Nordnet, 2019). Når man ser på K/I på de sparekasser, som vi analyserer, er niveauet endnu lavere. Det betyder i praksis at investor vurderer markedsværdien er lavere end egenkapitalen, og derfor får man altså bogført værdi, for mere end hvad man betaler for.

Til sidst afsluttes vores analyser med en drøftelse om sammenhængen mellem disse tal.

Sparekassen-Sjælland Fyn

Herunder er udpluk fra resultaterne af værdiansættelsen:

Figur 23: Resultat af værdiansættelse af Sparekassen Sjælland-Fyn

Resultat af værdiansættelse af Sparekassen Sjælland-Fyn	
Equity Invested =	2.218.762.000 kr.
PV of Equity Excess Return =	1.275.397.793 kr.
Value of Equity =	3.494.159.793 kr.
Number of shares =	17.374.973
Value Per Share =	201,10 kr.
Value 31-12-2019 =	89,60 kr.
Potential upside/downside =	124%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af Damodarans, Excess Return Valuation model – se bilag 1: Excel, fane SPKS værdiansættelse

Ud fra de valgte forudsætninger, kommer vi frem til, at der er en difference på den værdi, vi regner os frem til og aktiekursen pr. 31-12-2019. Det gør at vi anser aktien, som havende en potentiel up-side på 124%.

Dette tal er vi bevidste om er højt, og det bringer en naturlig undren på banen ift. hvorfor markedet vurderer aktien, så meget anderledes end hvad vi er kommet frem. Vi har i vores undersøgelse af resultatet stødt på en analyse fra Simply Wall Street (Simply Wall Street Pty Ltd., 2020a), som også benytter en variant af DCF-modellen til vurdering af en fair-price på aktien i dag⁴. Deres resultat bliver at en fair pris at betale for aktien vil være 285 kr., hvilket er en del højere end vores slutresultat.

Sammenholdes den potentielle up-side med K/I-tallet for SPKS i 2019, som er 0,5 (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2019, p. 46) kan det være med til, at bygge på vores antagelse om at den nuværende aktiekurs er undervurderet. Niveauet for K/I er en del lavere end normen for finansielle virksomheder.

Den Jyske Sparekasse

I vores værdiansættelse for DJS, har vi valgt at benytte det opnåede resultat og egenkapital for 2018. Baggrunden herfor, er at deres resultat i 2019, er tungt påvirket på den positive effekt af deres salg af SparInvest og dermed en ekstraordinær indtægt på 80 mio. kr. Det synes vi ikke er fair at medtage i vurderingen, da den viser et øjebliksbillede og vi ikke mener at det kan genskabes i de efterfølgende år.

Udpluk fra værdiansættelsen er indsat herunder, som for SPKS:

Figur 24: Resultat af værdiansættelse af Den Jyske Sparekasse

Resultat af værdiansættelse af Den Jyske Sparekasse	
Equity Invested =	983.259.500 kr.
PV of Equity Excess Return =	581.536.891 kr.
Value of Equity =	1.564.796.391 kr.
Number of shares =	9.929.176
Value Per Share =	157,60 kr.
Value 01-01-2019 =	70,00 kr.
Potential upside/downside =	125%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af Damodarans, Excess Return Valuation model – se bilag 1: Excel, fane DJS værdiansættelse

Ligeledes vurderer vi værdien af DJS' aktiekurs, til at være langt højere end det, den reelt set blev handlet til pr. 01-01-2019. Vi vurderer den potentielle up-side til at være 125%.

Ligeledes har vi valgt at se på vurderingen fra Simply Wall Street (Simply Wall Street Pty Ltd., 2020b), som også vurderer aktien til at have en højere værdi. Deres model tilsiger at værdien skal ligge på 190 kr./aktie, som igen er højere end vi vurderer den.

⁴ Benyttet dato er d. 08.04.2020, hvorfor dette kunne have været anderledes primo 2020

De har valgt at tilpasse deres forudsætninger for værdiansættelserne af sparekasserne, og derfor er der variationer i deres forudsætninger for de to selskaber, hvorimod vi har valgt at opsætte de samme forudsætninger. Dog vurderer de ligeledes, som os, at der stadigvæk er en potentiel upside på aktien, som igen er højere end vores vurdering.

De samme tendenserne er at spore i DJS' K/I-værdi, som jf. årsrapport 2019 er 0,44. Det er vurderet endnu lavere end snittet for danske pengeinstitutter og SPKS, og går i tråd med at vi vurderer up-siden til at være en lille smule større på DJS end for SPKS.

Opsamling

Damodarans tilpassede DCF-model viser, at begge aktiekurser er undervurderet af markedet og dermed anser vi, at der er potentiale for fremtidige stigninger. Begge sparekassers K/I er langt under 1 og ligger i niveauet på ca. 0,5. Generelt set anser vi igen de to sparekasser for at have flere ligheder, idet vi ser de samme tendenser være gældende for begge. Det vil vi senere vende tilbage til, og benytte, når vi skal bestemme den mest optimale fusionsstrategi.

7.3.2. Synergier mv.

Nu har vi vurderet på de to sparekassers individuelle værdi. Nu vil vi gå ind og se på hvilke synergier de kan drage nytte af, ved en fusionscase mellem de to selskaber. Vi har valgt at opdele synergierne, som vi kan se en direkte indtjening/omkostningsbesparelse på, i kategorier svarende til resultatopgørelsen. Det gør at vi så i det efterfølgende afsnit, let kan drage dem ind i en fremtidig resultatopgørelse og derefter finde en samlet værdi for den fusionerede sparekasse. Vi vil dog i slutningen af dette afsnit, kort drøfte de andre synergier – som også kan påvirke økonomien, men som vi enten ikke mener, vi kan prissætte tilstrækkeligt konkret pga. manglende data, eller som der ikke er en generel kr./øre udbytte af lige nu. Vi medtager også et kort afsnit om de engangsudgifter, vi forventer der forekommer ved en fusion, da de naturligvis også skal indregnes.

Personale og administrationsudgifter

Den kategori som rummer synergierne er personale og administrationsudgifterne. Vi har valgt at opsætte besparelserne i en tabel, for nedenunder i punktform, at forklare mekanismerne og valgene bag de forskellige besparelser/meromkostninger.

Figur 25: Synergier i posten Personale- og administrationsomkostninger

Personale- og administrationsomkostninger					
Beløb i 1.000 kr.	2020	2021	2022	2023	2024
Bestyrelse og direktion	1.680	5.888	5.888	5.888	5.888
Ledere	4.608	9.216	9.216	9.216	9.216
Kontanthåndteringsmedarbejdere	0	3.672	3.672	3.672	3.672
Stabsfunktioner	11.803	23.606	35.408	35.408	35.408

Revision	1.279	1.279	1.279	1.279	1.279
Datacentral	-163.198	69.766	69.766	69.766	69.766
IT	13.953	27.906	27.906	27.906	27.906
Kontanthåndtering	2.700	5.400	5.400	5.400	5.400
Samlet	-127.175	146.733	158.536	158.536	158.536

Kilde: Egen tilvirkning på basis SPKS og DJS årsregnskaber 2019 – se bilag 1: Excel, fane FS Synergier mv.

- Bestyrelse og direktion: I dag har SPKS langt større omkostninger til denne post end DJS. Vi har valgt at bevare SPKS udgift hertil og medtage en ekstra udgift på tkr. 1.000, for at kunne honorere de fremtidige medlemmer lidt ekstra, i kraft af at de nu skal have ansvar for en større sparekasse. Det giver ovenstående besparelse. Vi har valgt at besparelsen 1. år består kun af bestyrelsesmedlemmernes del, da de ikke får en decideret fratrædelsespakke pga. de blot ikke vil blive genvalgt. Efterfølgende vil den fulde besparelse kunne medtages.
- Ledere i filialnettet: Vi ønsker at ensrette antallet af ledere i filialnettet. SPKS har i dag to ledere pr. filial, hvor DJS benytter sig af fjernledelse, som svarer til ca. 0,5 ledere pr. filial. Vi ønsker fremadrettet at alle filialer er repræsenteret med 1 leder. Det giver en besparelse på 1 leder i hver af SPKS' 42 afdelinger, samt en forøgelse på 10 ledere i DJS-regi. Vi ønsker at de nuværende lederstillinger, som skal nedlægges, skal erstattes af rådgiverstillinger. Derfor kan vi medtage en mindre lønudgift på differencen mellem lederlønnen (se bilag 2) og en rådgiverløn (se bilag 3) for 32 medarbejdere. Vi tror på at besparelsen er implementeret delvist i 2020 og fuldt ud i 2021 pga. fratrædelsesordninger og er gældende alle år fremefter.
- Kontanthåndteringsmedarbejdere: Vi nedlægger alle personlige betjente kassefunktioner, samt den tilhørende kassemedarbejder, som er primær i denne funktion. DJS har stadigvæk en sådan kassefunktion i ca. halvdelen af deres filialer. Det betyder en besparelse på 9 medarbejders løn (se bilag 4) fra år 2021. Vi ønsker at de først afskediges efter en overgangsproces, hvor den tidligere kassemedarbejder, står i spidsen for at "opdrage" og "oplære" kunderne i brugen af automaten, i en periode efter nedlukningen. Processen for disse medarbejdere, behandles yderligere i interressentanalysen. Selve besparelsen for kontanthåndteringsdelen udpensles ydermere i separat bullet.
- Stabsfunktioner: En fusion giver også en nærliggende mulighed for at lave en besparelse i flere af stabsfunktionerne, som der nu er repræsenteret dobbelt. Det er fx IT, juridisk afdeling, HR og lønteam, intern revision, PR, udvikling mv. Vores synergibesparelse er baseret på en antagelse om at ca. 50% af medarbejdermassen, udgør de administrative medarbejdere. Det er på basis af at sparekasserne ej deler position med de største på markedet, og derfor ikke anses for ligeså administrationstunge. Af dem vil vi kunne spare 10%, dvs. 5% af totalmassen af medarbejdere (som vi laver en basal antagelse

om alle får det samme i løn, for at kunne regne på det). Vi vil kunne have realiseret 1/3 del af besparelsen i 2020, 2/3 dele i 2021 (dels grundet fratrædelsesordninger og tid til at samle afdelingerne) og fra år 2022 og frem opnå 100% af den ønskede besparelse.

- Revision: Her har vi valgt at sige at vi kan spare 1/3 del af summen af SPKS' og DJS' revisionsudgifter pr. 2019, grundet at vi formoder at de pt. Betaler en start-fee pr. sparekasse, som vil udgå fremadrettet. Vi medtager besparelsen alle år, og vil senere udpensle de engangsudgifter, som der er i forbindelse med fusionen.
- Datacentral: DJS og SPKS benytter ikke i dag de samme datacentraler. Det er valgt at forsætte med SPKS nuværende løsning, som er Bankdata. Vi antager sparekassernes nuværende løbende kontingentbetaling, som værende 75% af administrationsomkostningerne. Derfor mener vi, at den fremtidige løbende besparelse, kan udregnes ved at tage udgiften for DJS i 2019, og halvere den – da en del af deres post, vil flyttes hen til den løbende betaling til den nye udbyder. Det skal dog bemærkes at det fremgår i deres regnskab af der er et udtrædelsesgebyr på næsten 232 mio. kr. (Den Jyske Sparekasse, 2019, p. 88), som vi også bliver nødt til at medtage i år 2020, som en udgift. Derudover har vi også indregnet et beløb, som skal gå til oplæring af DJS' nuværende medarbejdere. Det er baseret på en ½ måneds intensiv oplæring af 25 SPKS medarbejdere (det svarer til ca. 1 medarbejder, som vil være til fuld rådighed pr. DJS filial, samt lidt ekstra til de interne funktioner/store afdelinger). Der er medregnet en udgift til ophold og mad, for de enkelte medarbejdere, hvor vi forventer pasning af deres normale arbejdsopgaver, dækkes ind i deres egne afdelinger. Derudover er der sat et beløb til side som ekstra betaling til Bankdata, for at kunne yde specialtjælp i overgangsperioden/stå ekstra til support.
- IT: Her omtales de reelle udgifter til IT, da lønudgifterne er behandlet ovenfor. Her kan vi bl.a. resonere os til at to hjemmesideflader kan samles til én, samt en helt masse interne arbejdsgange/systemer, ligeledes kan integreres og derved kan spares udgift til licenser/vedligeholdelse fremadrettet. Vi antager at 15% af administrationsudgifterne går til IT og derfor kan undlades. Tallet er baseret på DJS udgift fra 2019. Besparelsen kan opnås forholdsvis hurtigt, og derfor medtager vi 50% besparelse i 2020 og 100% alle efterfølgende år.
- Pris for kontanthåndtering: Der vil kunne opnås en besparelse i DJS' 9 filialer, som i dag har en personlig betjent kasse. Vi antager at udgiften til kontanthåndtering i dag pr. filial er på 1 mio. kr. om året og tager udgangspunkt i 5 besøg om ugen. Det mener vi kan mindskes til 2 gange om ugen, dvs. en besparelse på alt andet lige end 60%. Vi antager at alle afdelinger i dag allerede er udstyret med passende indbetalingsautomater, som gør det muligt at foretage de ønskede indbetalinger mv. selv.

Kasserne lukkes med 6 måneders varsel, hvorfor 30% besparelse kan opnås i år 1 efter fusionen og de fulde 60% besparelse kan opnås fra år 2 og fremefter.

Samlet set kan det ses, at der det første år efter fusionen er negative synergier for 127 mio. kr. – det stammer primært fra straf-gebyret, for at vælge at udtræde af BEC-samarbejdet. Flere af synergierne er heller ikke slået fuldt igennem i år 1. Men allerede i år 2, er synergierne højere end det forventede tab i år 1 og herefter høstes gevinsten af synergierne de efterfølgende år. Samlet vil der over den 5-årige periode opnås synergier for næsten 500 mio. kr.

Andre synergier

Der opstår naturligvis flere synergier, end dem som er udforsket ovenfor. Nogle har vi valgt ikke at medtage på basis af, at vi ikke kan fremkomme med et reelt tal, da det vil være præget af alt for store antagelser. Ydermere vurderer vi ikke at det vil være udslagsgivende for, om vi anser fusionen, som en god eller dårlig idé. Vi vil dog gerne beskrive lidt flere synergier, som ikke nødvendigvis rammer bundlinjen, men som kan være med til at understøtte de mulige plusser ved en fusion mellem de to parter.

- **Strategier:** Begge sparekasser ligger vægt på tilknytningen til lokalsamfundet og det er vigtig del af deres virksomheds DNA. Det gør dem lettere at forenes, da de ikke skal føle, at de andre ligger så fjernt ift. dem selv.
- **Ingen filialoverlap:** Dette gør at medarbejderne i filialnettet ikke skal føle sig usikre på samme måde, som når der overtages et pengeinstitut, hvor der er overlap. Det er en god måde for dem, at få udvidet deres geografiske område og samtidig få del i en stor vidensbank, og derfor ikke stå uden tilstrækkeligt kendskab til det nye markedsområde, som de bevæger sig ind på. Det giver dem dog ikke en kr./øre besparelse.
- **Skadesforsikring:** De to sparekasser benytter i dag to forskellige forsikringselskaber, som samarbejdspartnere. Vi ønsker at bevare samarbejdet med Købstædernes Forsikring, da de er en del af ejerkredsen hos SPKS. Vi anser den samlede indtjeningspost, for at være i en mindre størrelsesorden og vi kan ikke lavet er berettiget gæt på provisionens størrelse og mængde. Der må derfor forventes et mindre fald i indtjening, men som løbende vil blive oparbejdet igen, ved de fremtidige kontakter på kunderne.
- **Andre samarbejdspartnere:** Her er der sammenfald, da begge på realkreditsiden arbejder sammen med Totalkredit og på pensions- og livsforsikringsiden benytter Nærpension. Det giver ro på for begge parter, da der så her ikke sker nogen udskiftning og dermed mistes der heller ikke eventuel indtjening på kort sigt, og der vil heller ikke være nogen ændret arbejdsgang for medarbejderne.

- Marketing: Vi forventer ikke at der up front skal bruges flere omkostninger på markedsføring, end der bliver gjort i dag. De vil ensrette markedsføringen, og stadigvæk holde fokus på det lokale og kendskabet. De nuværende sponsorater mv. fastholdes. I dag benytter ingen af sparekasserne sig af store og dyre reklameposter, og læner sig meget op ad word of mouth tilgangen, som baseres på at få deres kunder/omgangskreds, til at dele ud af de gode erfaringer/oplevelser de har og på den måde tiltrække nye kunder til virksomheden.
- Kundeportefølje: Pt. er DJS overeksponeret mod bl.a. landbrug, som de har brugt lang tid på at mindske andelen af, og også er kommet langt med. De har generelt en større andel af erhverv ift. SPKS. SPKS ønsker en større andel af erhverv, for at kunne opnå en højere rentemarginal, end der er ved privatudlån. Derfor komplementerer deres udlånsporteføljer hinanden godt.
- WACC: Den pris de i dag betaler for deres kapital, kan muligvis formindskes i kraft af, at de bliver en større sparekasse med en mere veldiversificeret udlånsportefølje. Dermed kan de opfattes, som sundere og det kan have en positiv effekt på de priser, som de kan få stillet på deres fremmedkapital.

Omkostninger ved fusionen

Der vil altid være omkostninger forbundet med en fusion. Det er bl.a. til den administrative del, herunder advokat og revision, som skal assistere med at udarbejdes en lang række materiale samt beregninger, for at kunne opfylde kravene til en fusion. Derudover skal der på alle lokationer udskiftes logo, nogle afdelinger skal have lukket en kassefunktion (hvor vi vælger at bevare den oprindelige kasse, som et betjeningspunkt fra kunderne – hvorfor den indretningsmæssige ændring, ej er så omkostningstung) og der skal udarbejdes nyt materiale til væggene/skærmene i afdelingerne.

Det giver en samlet meromkostning i år 1 på 17,5 mio. Dette udpensles i bilag 1: Excel, fane FS Synergier mv. Det anser vi for OK, henset til de opnåede synergier, som stadigvæk kun lige vil være i plus i år 2, hvis disse udgifter medregnes.

7.3.3. Den fusionerede sparekasse

Allerførst vil vi vise en graf, af den forventede resultatopgørelse for den fusionerede sparekasse fra år 2020-2024. Tallene er baseret ud fra summen af regnskabsposterne for SPKS og DJS i 2019 og reguleret for synergierne, omkostningerne ved fusionen og givne forudsætninger for anden udvikling i indtægter og omkostninger, som forklares efterfølgende.

Figur 26: Forventet resultatopgørelse for den fusionerede sparekasse

Forventet resultatopgørelse for den fusionerede sparekasse					
Beløb i 1.000 kr.	2020	2021	2022	2023	2024
Netto renteindtægter	946.126	948.626	948.626	948.626	948.626
Udbytte af aktier mv.	40.697	40.697	40.697	40.697	40.697

Gebyrer og provisioner (netto)	785.307	801.013	817.034	833.374	850.042
Netto rente- og gebyrindtægter (mellemsgning)	1.772.130	1.790.336	1.806.356	1.822.697	1.839.364
Kursreguleringer	71.929	71.929	71.929	71.929	71.929
Andre driftsindtægter	36.703	36.703	36.703	36.703	36.703
Udgifter til personale og administration	1.270.910	995.869	998.207	997.901	997.588
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	101.524	101.524	101.524	101.524	101.524
Andre driftsudgifter	20.320	20.320	20.320	20.320	20.320
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavende	123.283	123.283	123.283	123.283	123.283
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	12.640	12.640	12.640	12.640	12.640
Resultat før skat (mellemsgning)	359.856	670.612	684.294	700.941	717.921
Skat	23.001	42.864	43.739	44.803	45.888
Årets resultat	336.854	627.747	640.555	656.138	672.033
ROE	8,91%	14,76%	13,54%	12,56%	11,73%

Kilde: Egen tilvirkning på basis SPKS og DJS årsregnskaber 2018-2019 – se bilag 1: Excel, fane FS Resultatopg. + kap.

De indlagte forudsætninger i grafen er således:

- **Netto renteindtægter:** Stigning baseres alene på indtjening fra indførelsen af negative indlånsrenter. Det vælger vi at gøre med på samme vilkår, som DJS har beskrevet i deres regnskab for 2019. SPKS' kunder vil dermed opleve en justering af deres vilkår, som vil strammes en smule ift. før. Vi forventer 0% i udlånsvækst, jf. regnskabsanalysen, som matcher en samlet værdi ml. niveauet for SPKS (som dog tidligere år, har været højere) og DJS, som i flere år har været negativ – dog efter egen vilje.
 - DJS har ikke tidligere haft negative indlånsrenter, hvorfor vi vurderer at 10% af deres kunders samlede indlån, vil blive påvirket. SPKS har allerede i dag krav om negativ indlånsrente overfor deres kunder, vi anser dem dog for rimelig lempelige. Men derfor antager vi at 5% af deres samlede indlån vil blive påvirket ved justeringen. Satsen for negativ rente vil være 0,75%⁵ og det vil blive varslet med 3 måneder inden indførelse. Derfor medtager vi en merindtjening på 75% af det samlede beløb i år 2020 og fuld indførelse de efterfølgende år. Nogle kunder vil muligvis flytte midler til andre banker (mistet indtjening, hvis hele kundeforholdet flyttes), hvorimod andre vil investere dem (mulighed for merindtjening, alt afhængig af valgt produkt). Vi antager at det vil udligne sig mellem mulig tabt indtjening ift. Potentiale for merindtjening, så niveauet bevares, som det oprindelige regnestykke med indlånsrenten * procentdel af indlånsmassen.

⁵ Samme sats som primo 2020, inden påvirkning af Corona-krisen

- Udbytte af aktier mv.: Bevares ens over hele perioden, da det ikke er et tal vi med rette kan spå om udviklingen i – det vil mere være et gæt, end en begrundet antagelse. Vi underlader derfor en udvikling i tallet, for at det ikke sløre det samlede billede.
- Gebyrer og provisionsindtægter (netto): Vi forventer en stigning på 2% om året. Det gør vi på basis af, at begge sparekasser skriver i deres årsregnskaber, at de har justeret satserne for deres gebyrer, så de er mere markedskonforme.
- Kursreguleringer: Som udbytte af aktier, ingen udvikling. Det er ikke et tal, som sparekassen selv er 100% medbestemmende over, da den bl.a. dækker kursudsving på aktier, obligationer og valuta.
- Andre driftsindtægter: Ligeledes ingen udvikling.
- Udgifter til personale og administration: Her er fratrukket alle besparelserne på synergierne fra tidligere afsnit. I 2020 ses en stigning i udgifterne, som igen kan spores tilbage til udtrædelsesgebyret fra BEC. Ligeledes har vi valgt at sætte en generel stigning på selve lønudgifterne over tid, samt en merstigning de to første år, for at give plads til at kunne skabe den helt rigtige medarbejder portefølje til at løfte den nye sparekasse.
 - Jf. Finansforbundets overenskomst (Finansforbundet, 2020), som netop er aftalt, får alle medarbejdere en lønstigning på 2% om året i de næste 3 år. Vi forventer at en lignende aftale bliver lavet, når denne udløber, hvorfor den 2% stigning er medtaget for alle 5 år. Ydermere har vi valgt at afsætte 2% mere til lønudgifter i år 1 og 2 efter fusionen, for at sikre at der er plads til at hyre de korrekte kompetenceprofiler, for at opnå det ønskede medarbejder set up, som kan understøtte sparekassen mange år frem.
- Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver: Ligeledes ingen udvikling.
- Andre driftsudgifter: Ingen udvikling.
- Nedskrivninger på udlån og tilgodehavende: Denne post har været ekstraordinær høj for DJS i 2019, på basis af de ekstraordinære nedskrivninger efter besøg fra Finanstilsynet. Hvorfor vi fremadrettet benytter os af tallet for DJS i 2018 og SPKS i 2019. Vi er opmærksomme på, at tallene generelt er lave, på basis af en god periode i den danske og globale økonomi, med forholdsvis få tab. Vi vælger dog igen at bevare posten ens over perioden, for at undgå udsving i de samlede tal, som er på basis af noget, som sparekassen ej har fuld påvirkningskraft over.
- Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder: Bevares ligeledes med ingen udvikling.
- Omkostningerne til fusionen er fratrukket posten Resultat før skat i år 2020. Ellers fungerer denne post, kun som opsummeringspost alle de andre år.
- Skat: Ingen af sparekasserne har jf. deres årsregnskabs 5 års oversigt, betalt de fulde 22% i selskabsskat. Det er på basis af at en del af posterne, som indgår i det samlede resultat, ej er fuldt

skattepligtige eller at der er fradrag, som medregnes inden den endelige skatteberegning. Hvis den samlede procentmæssige betaling for år 2019 beregnes, lyder den på 6,40% og dette har vi valgt at udregne skatten på basis af alle de fremtidige år. Det gør vi da skattebetalingen ellers vil blive uforholdsmæssig stor, i de senere år af vores fremtidige analyse, og dermed sløre resultatet i en højere grad end vores valg.

- ROE er beregnet for alle år, og er på basis af Årets resultat minus udbytte på 25%, som er begge sparekassers ønskescenarie ved stabil drift. Det tal tillægger vi så egenkapitalen ekskl. Fremmedkapital løbende.

Det giver over 5 år, en samlet stigning i nettoresultatet på lige over 16% om året. Hvilket vi anser for en fin stigning. Hvis der tilmed udbetales det ønskede udbytte til sparekassens aktionærer, vil der også ses en flot og positiv udvikling i ROE'en. Begge tal er dog påvirket i år 2020, af de negative konsekvenser af fusionsbesparelserne, men det samles der hurtigt op på. For at kunne danne os en idé om, hvad alt dette akkumulerer sig op til af værdi, har vi valgt ligeledes at benytte Damodarans Excess Value Return model på den samlede sparekasse. Her skulle meget gerne ses en positiv effekt af de samlede synergieffekter ved fusionen. Samme graf, som benyttet ved de enkelte sparekasser, med slutresultatet af vores værdiansættelse for den fusionerede sparekasse, kan ses nedenfor:

Figur 27: Resultat af værdiansættelse af den fusionerede sparekasse

Resultat af værdiansættelse af den fusionerede sparekasse	
Equity Invested =	3.528.508.000 kr.
PV of Equity Excess Return =	3.009.216.054 kr.
Value of Equity =	6.537.724.054 kr.
Number of shares =	27.304.149
Value Per Share =	239,44 kr.
Value 31-12-2019	89,60 kr.
Potential upside/downside =	167%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af Damodarans, Excess Return Valuation model – se bilag 1: Excel, fane FS Værdiansættelse

I denne værdiansættelse er det vigtigt at påpege, at vi har ændret på parametrene Net Income, Return on Equity og Dividend Payout Ratio i slutregnearket for udregning af slutværdien, så de stemmer overens med vores tal oppe fra den forventede resultatopgørelse for den fusionerede sparekasse – se bilag 1: Excel, fane FS Resultatopg. + kap.

Det giver et slutresultat, som viser at den potentielle upside stiger til 167%, som er en stigning på ca. 40%-point. Det viser klart at aktionærerne vil opnå en højere upside på deres aktier, og dermed prises den positive effekt, som fusionen anses at have, ind i aktiekursen. Det vil give aktionærerne det kr./øre incitament for at indgå positivt i denne fusion.

7.3.4. Fusion i praksis

Som beskrevet i det redegørende afsnit, vil vi benytte den gængse metode med at ombytte aktier.

Vi ønsker at fusionen skal ske, som en integration mellem de to sparekasser, så ingen står med følelsen af at være den "lille mand". Der skabes et nyt navn for den nye sparekasse for at understøtte dette. Fusionen anser vi for fordelagtig på basis af de synergier, som der skabes, som samlet vil kunne gøre dem til en stærkere enhed, end de separat er i dag. Det er det, som skal drive aktionærerne/ejerne til at stemme for fusionen. Derfor er det også vores grundlag, er at ingen af de to sparekasser, som udgangspunkt skal betale/betales med en over/underkurs, ud fra vores valgte bytteparameter. Vi anser de to sparekasser som værende meget sammenlignelige på mange punkter. Her er også at bemærke at deres stykstørrelse er ens, hvorfor en omregning lettere udføres end hvis de var forskellige, samt at de tendenser som karakteriserer deres performance, også har mange af de samme udslag bag sig. Det som den ene er knap så god til, performer den anden part mere tilfredsstillende på, og vi tror på at de vil kunne supplere hinanden godt.

På basis af SPKS' størrelse, når det gælder aktiekapitalen, antallet af kunder og generelle masse mv., ønsker vi forsætte med at benytte deres banklicens. Ser vi på den samlede aktiekapital for de to sparekasser ser det således ud:

Figur 28: Udspecificering af aktiekapital for Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse

Udspecificering af aktiekapital for Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse					
<i>Beløb i kr.</i>	Aktiekapital	Antal aktier	Stykstørrelse	Kurs	Kursværdi
Sparekassen Sjælland-Fyn	173.749.730	17.374.973	10	89,6	1.556.797.581
Den Jyske Sparekasse	99.291.760	9.929.176	10	72,6	720.858.178

Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS og DJS regnskab 2019

Begge sparekasser opnår en K/I-værdi pr. 31-12-2019 på ca. 0,5, og dette er med til at underbygge at markedet også vurderer sparekasserne nogenlunde ens – ligesom vi også gør, via vores individuelle værdiansættelser. Derfor er vores mål at ombytte til denne værdi, og at det forsøges at bevare den efterfølgende kursværdi af SPKS aktier på samme niveau.

Det er værd at notere at DJS' K/I værdi er en lille smule lavere end SPKS'. Hvorfor de reelt set ved en lige ombytning, vil opnå en lille fordel/overkurs ift. den nuværende aktiekurs i markedet. Det anser vi for OK, da det er dem som bliver "overtaget" og det i sig selv, kræver en smule mere overtagelse, før at de klar til at sige ja til fusionen. Ligeledes er det også disse investorer, som oplever besværet med ombytning osv.

Beregningsmetoden hvorpå ovenstående definerede bytteforhold vil blive udført efter, er at vi skal finde ud af hvor mange nye SPKS aktier der skal udbydes, for at kunne dække de nuværende DJS aktiers værdi. Det gør at vi kan finde frem til bytteforholdet, mellem de nuværende DJS' aktier til nye SPKS aktier.

Det antages ligeledes at der uden problemer findes nye aktionærer til den del som Finansiell Stabilitet ejer (denne del behandles yderligere under interessentanalysen), enten via den nuværende ejerkreds af storaktionærer eller flere småaktionærer. Der vil også skulle være en 3. parts bank bag ved en aktieemission, som kan opstille en garanti – som vi her vil anse for at skulle opkøbe de resterende aktier, hvis ikke hele den post kan dækkes ind via andre.

Resultatet bag ombytningen oplistes i figur herunder:

Figur 29: Udregninger i forbindelse med aktieombytning

Udregninger i forbindelse med aktieombytning	
Antal nyudstedte SPKS aktier	8.045.292 stk.
Bytteforhold fra DJS til SPKS aktier	0,8

Kilde: Egen tilvirkning – se bilag 1: Excel, fane FS Værdiansættelse

Af figuren kan ses at det nye antal SPKS aktier, som skal udbydes er 8.045.292 stk., som svarer til den aktiekapital som DJS samlet set har i dag. Det er udregnet ved at tage DJS' samlede aktiekapital og dele med kursen på én SPKS aktie. Det giver SPKS/den fusionerede sparekasse en yderligere aktiekapital 80 mio. kr. (aktieantallet*stykstørrelsen), så den samlet efter fusionen vil være på 254 mio. For at finde frem til bytteforholdet, tages antallet af nye aktier og divideres med det nuværende antal af DJS aktier. Det giver et ombytningsforhold på 0,8, som svarer til at hver investor der i dag ejer 5 DJS aktier, vil få 4 SPKS aktier i bytte. Bytteforholdet er naturligvis mindre, da SPKS' aktiekurs i dag er højere. Alle beregninger kan ses i bilag 1: Excel, fane FS Værdiansættelse.

SPKS vil derfor ikke betale fuld valuta for den stigning, som de får i egenkapitalen. De vil modtage den på lignende forhold, som matcher det som deres egne aktionærer i dag har af vurderet deres egne aktiver til (her menes K/I-værdien), hvorfor vi ikke mener at det giver anledning til fald i aktiekursen. Derved vil alle investorer, alt andet lige blive tilgodeset ligeligt fremadrettet af de synergier, som fusionen bringer med sig.

7.3.5. Opsamling på værdiansættelse og synergier

I vores analyse af SPKS' og DJS' aktiekurser, kommer vi frem til en potentiel upside for begge sparekasser på ca. 125%. Vi anser derfor, at begge har en god mulighed for fremtidige stigninger i aktiekursen, hvilket også gør dem interessante for en modpart at se på i et fusionsscenario. Det underbygges ligeledes af deres lave K/I-værdi.

De mulige synergier, som de to kan opnå ved at gå sammen, udmønter sig i vores opstillede forventede resultatopgørelse. Det viser at break-even finder sted i år 2 efter fusionen, hvilket vi anser for tilfredsstillende, da der det første år, er en meget stor strafafgift til den datacentral, som vi ønsker at stoppe samarbejdet

med. I den 5-årige periode som vi har set på, kan der samlet set høstes en omkostningsbesparelse, der svarer til ca. 500 mio. kr.

Når alle disse tal sammenflettes i den forventede resultatopgørelse for den fusionerede sparekasse, ses der ligeledes over den 5-årige periode, en stigning i både nettoresultat og ROE. Det er på basis af at der i alle årene udbetales det ønskede udbytte på 25% af årets resultat.

Vi har ligeledes ud fra vores forventede resultatopgørelse, lavet en værdiansættelse, tilsvarende den på de enkelte sparekasser, i starten af afsnittet. Dette slutresultat viser en stigning på 40%-point i mer-upside, end ved dem enkeltvis. Det bevidner også at de synergier, vi forventer fra fusionen af sparekasserne, ligeledes også giver et positivt output her.

Når det så kommer til den praktiske del af fusionen, mener vi at den rette metode at anvende i vores case, er at ejerne af DJS-aktier, vil få deres ombyttet deres aktier til SPKS-aktier (som vil ende med at være aktierne i den fusionerede bank). Ombytningsforholdet har vi valgt tager udgangspunkt i en K/I-værdi på 0,5. Det vil samlet set betyde at 5 DJS aktier, vil blive ombyttet til 4 SPKS aktier. Værdien som aktiekapitalen og egenkapitalen i DJS overtages til, er mindre end den bogførte værdi og læner sig op ad den værdi, som markedet pt. For SPKS. DJS' aktionærer vil få en lille merpris for deres aktier, mod det besvær, som de vil opleve i processen. Vi mener ikke at SPKS giver afkald på noget i den forbindelse, da forskellen er så lille.

7.4. Organisatoriske ændringer

Vi har i vores værdiansættelse set på fusionen fra et Shareholder synspunkt, så vi vil nu i dette afsnit tage Stakeholderens synspunkt, og belyse hvilke ændringer, der kommer til at ske i forbindelse med en fusion. Det der tidligere er belyst i synergier, vil ikke blive gentaget her.

Vi har besluttet at det er SPKS der skal være den "overtagende sparekasse", der skal selvfølgelig skiftes navn/logo mv., men det er deres banklicens, der bliver den fortsættende. Hovedsædet kommer derfor til at ligge i Holbæk, hvor SPKS har hovedsæde i dag. Vi beholder dog den bygning, hvor DJS har hovedsæde i dag, da den skal bruges til at rumme back-office og administration fremover, for at sikre at vi ikke mister dygtige medarbejdere pga. geografi. På sigt kan det komme på tale at denne bygning skal skiftes ud med en mindre, da der jo også kommer personalereduktioner på sigt.

Vi har valgt at det også er SPKS' datacentral, som skal være det fortsættende. Dette er valgt ud fra at DJS har færrest medarbejdere, og dermed er der mindst muligt, der skal læres op i et nyt system. Vi vil derfor også bruge nogle af SPKS' medarbejderne til at oplære deres nye kollegaer i DJS, så vi undgår at skulle indhente alt for meget konsulentbistand her. Der er også to kulturer, som skal fusioneres sammen, og derfor vil der være godt med bl.a. intern oplæring af nye kollegaer, da man så lærer hinanden at kende på tværs. For da

der ikke er tale om filialoverlap, er det de færreste der vil opleve at få mange nye kollegaer i deres hverdag. Der vil dog være nogle i stabene som vil få helt nye kollegaer, eller familier, der skal flytte til en anden del af landet, hvis deres job flytter fra Sjælland til Jylland eller omvendt.

Der er dog nogle funktioner, som vi mener vil have det bedst ved at forblive opdelt, f.eks. vil vi til start have to kreditkontorer, ét i øst og ét i vest. Dette er for at sikre, at vi har kompetente medarbejdere med lokalkendskab. Det sikrer at dem fra Jylland ikke fra dag 1 af, skal tage stilling til køb af andelsbolig i København eller at dem fra SPKS skal se på finansiering af landbrug i Jylland, da de ikke er vant til at se denne slags sager. Det skal de dog løbende lære hinanden, så den viden de hver især besidder, deles til hele koncernen. Så selvom man ville kunne se en besparelse på færre medarbejdere, vil det ikke ske fra dag 1 af, da vi ikke vil risikere at miste vigtige kreditkompetencer.

Stemmeretsbegrænsningen som SPKS i dag har, vil også blive ophævet, så alle aktionærer bliver stillet lige, og dem der ejer mest, også er dem der har "mest" at sige på en generalforsamling. Her vil ejerkredsen i SPKS opleve en større ændring, da de er vant til ikke at få den fulde indflydelse i kraft af de nuværende forhold, som gør at en investor maksimalt kan repræsentere 7,5% af stemmerne og det skal godkendes hvis man skal eje mere end 10% (Nordea, 2018). De mindre aktionærer i SPKS vil opleve at deres stemmeret bliver mindre fremover, det anser vi dog ikke for et generelt problem for deres vilje til at indgå i fusionen.

Den fusionerede sparekasse ønsker forsat at blive set, som værende lokalt forankret. Derfor skal de ud at sælge sig selv på, at denne vision bevares på trods af deres forøgede størrelse og samlede markedsområde. Og at det faktisk gør at de vil stå bedre økonomisk set efter en fusion, og dermed stadigvæk vil have råd og vilje til at støtte de lokale foreninger.

Er der så plads til endnu et landsdækkende pengeinstitut? Dette spørgsmål er et som ledelsen skal tage stilling til i forbindelse med fusionen. De kommer nu til at have filialer i hele landet, de kommer til at være i toppen af gruppe 2 pengeinstitutterne. Kan de balancere at fastholde deres nuværende kunder og stadigvæk tiltrække nye, og hvilke parametre skal det foregå på?

Som tidligere beskrevet, så er der ingen filialoverlap og derfor ingen filiallukninger, så kunderne vil opleve at det er de samme ansigter møder i den nye sparekasse, som de er vant til. Så de bestående kunder vil formentlig blive hvor de er, og ikke blive påvirket af fusionen. Så på dette punkt, er det ikke skræmmende at de bliver større.

Ser man på deres mulighed for at tiltrække nye kunder, vil de skulle konkurrere med de "store drenge i klassen". De har ikke haft samme økonomi som de store, og dermed ikke gjort samme IT-investeringer (dette skriver de begge i deres årsrapporter, samt at de vil bruge flere penge på det område fremover), og dermed

kan de anses for at være lidt bagud på den front. Så hvis kunderne skal vælge dem på denne baggrund, kan de risikere at blive valgt fra. De skal ud at slå på, at de stadigvæk er en lokal sparekasse, med kunderne i fokus og støtte i lokalsamfundet. Her vil de kunne tiltrække kunder fra andre mindre/mellemstore pengeinstitutter, da de nok fremadrettet, vil kunne tilbyde bedre muligheder IT-mæssigt, end de andre små spillere. Ser vi det igen op imod de andre store pengeinstitutter, så er det stadigvæk det lokale, de skal slå på, den personlige rådgiver, det at de ser på helheden og gerne vil hjælpe med langsigtede løsninger, og sørge for at kunderne ikke bare et nummer i bunken.

Så hvis der er plads til dem begge i dag, er der også plads til dem samlet. De skal blot være opmærksomme på, hvem de målretter deres kampagner efter, og hvem det er de får ind som kunder. Tager man de bedste kunder fra de mindre pengeinstitutter, eller ender man blot med dem som de store har sagt nej til? Balancegangen vil til start være svær, men når kulturen er på plads, vil de også kunne klare denne udfordring.

7.5. Interessenter

I dette afsnit vil vi lave en klassisk interessentanalyse, hvor vi inddrager de relevante parter som vi ser i fusionscasen. Dernæst vil vi diskutere de enkelte interessenters indflydelse og magt, og herfra udskille de kritiske interessenter. Dem vil vi så bringe videre til næste delemne, og drøfte mulig modstand mod forandringer og bedst mulig håndtering heraf.

7.5.1. Interessentanalyse

I en fusion er det vigtigt at have styr på sine interessenter og sørge for, at alle der har stor indflydelse på fusionen, får alle de relevante informationer rettidigt, da det ellers kan ende grueligt galt. Dette er artiklen "Den nordjyske Bankkrig" (Florentsen, et al., 2015), som beskriver fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundbybank, med Spar Nord på sidelinjen, et godt eksempel på.

I vores fusion, mener vi at ikke at der er tale om overtagelse af en nødlidende sparekasse, men derimod tale om en frivillig/gensidig fusion. Drager man parallel til Den Nordjyske Bankkrig, så var der efter deres udtalelse også tale om en frivillig fusion, og ikke et tvangsægteskab. Der er dog stor forskel på, hvordan man har fundet frem til om man skulle fusionere eller ej. Hvor vi primært baserer det på beregninger og belysning af synergier, der giver aktionærene et godt grundlag for at se, om fusionen er gunstig for dem eller ej, så var det noget anerleders i sammenlægningen i Den Nordjyske Bankkrig. Her havde lederne talt sammen, og de var blevet enige om alle de bløde værdier; bl.a. hvor det nye hovedsæde skulle ligge, hvem skulle være en del af den fremtidige ledelse, samt navn. Kilder har oplyst at man allerede tidligt havde fået dette på plads, uden at havde set på evt. synergier og effekten heraf. De var så sikre i deres sag, at de d. 10. oktober 2014, giver Fondsbørsen besked om fusionsforhandlingerne. De havde dog lige glemt at få styr på, om der er var stemning for fusionen, og storaktionær Spar Nord, sætter d. 5. november en midlertidig stopper for fusionen.

Hvad der måske er endnu mere skræmmende, er at de øvrige aktionærer først informeres om betingelserne d. 6. november, da de selv efterspørger yderligere information. Ud fra dette er det klart at direktionen og bestyrelsen, har handlet ud fra egne personlige interesser og ikke aktionærernes.

Spar Nord er dog endnu en interessant, der ligesom ledelsen varetager egne interesser. For kort tid efter at de har sat fusionen i bero, afgiver de selv et tilbud på Nørresundby Bank. Så lige pludselig er Nørresundby Bank midtpunktet, hvor der er nu er to andre banker, som gerne vil fusionere med dem. Tilbuddet fra Spar Nord, opfattes dog i situationen som et fjendtligt tilbud, da der her er lagt mere vægt på det økonomiske end på det ledelsesmæssige. Så nu skal Nørresundby Bank vurdere, hvad der er vigtigst for dem. Ved første tilbud er de med til at bestemme det fremtidige setup, ved Spar Nords tilbud, bliver de en del af en større bank, men uden så meget medbestemmelse.

I den Nordjyske Bankkrig er der faktisk en ekstra spiller, Jyske Bank. De hjælper nemlig Nordjyske Bank med at kunne købe aktierne i Nørresundby Bank, men på meget gunstige vilkår. Det gør at de også kan komme til at blive medejere af Nordjyske Bank, på vilkår som er bedre end de andre aktionærers. Så her er endnu en interessant, der gør det for egen vindings skyld.

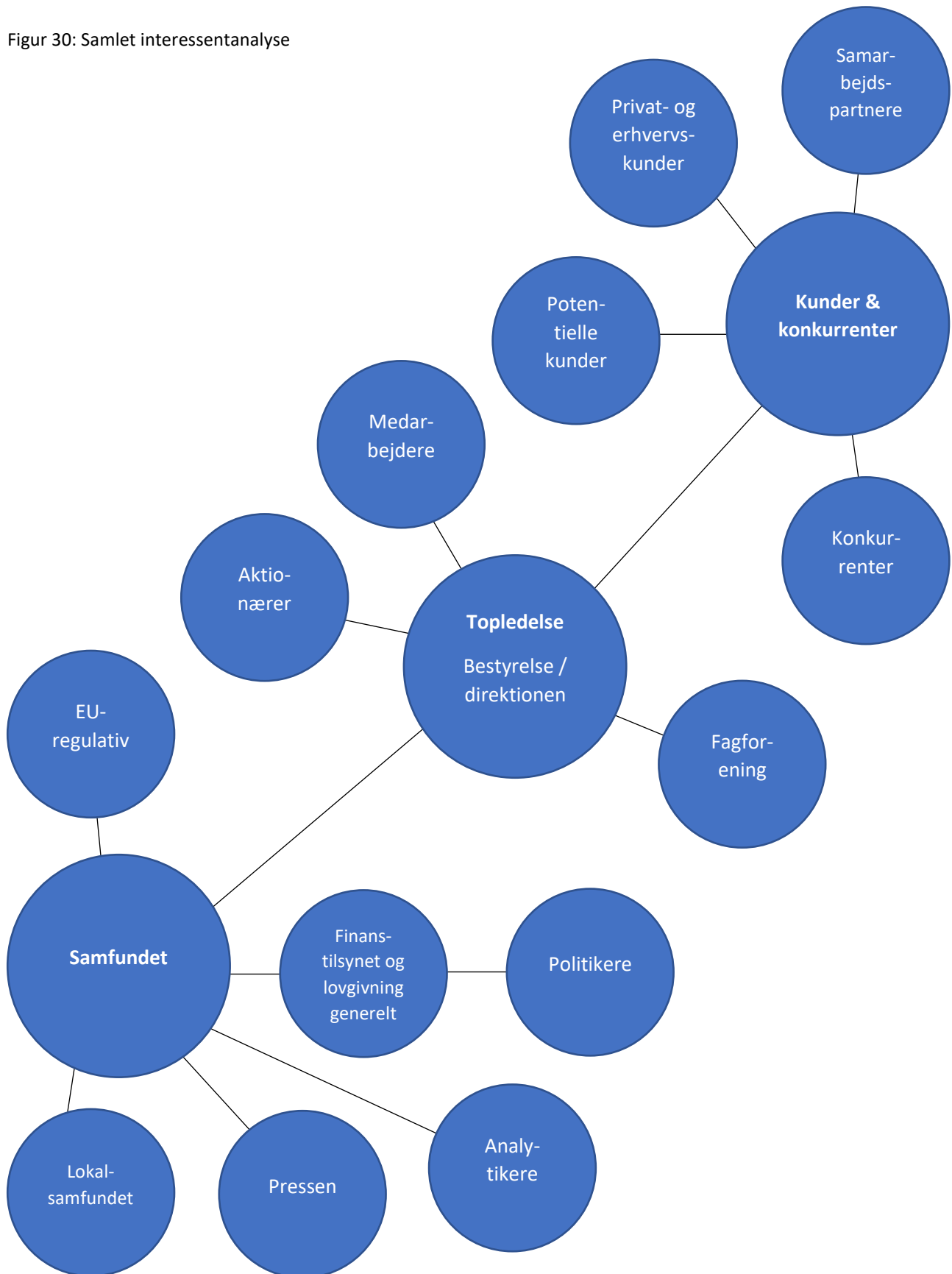
Alt i alt ender det med at Nordjyske Bank overtager Nørresundby bank, til en pris, som mange vil mene er utrolig høj. Da der slet ikke up front er taget hensyn til det økonomiske potentiale i det samlede setup.

Ovenstående kan sagtens anses for at være et skræmme eksempel, på hvad man ikke kun skal ligge til grund for en fusion. Men artiklen fortæller desværre også, at mange "frivillige" fusioner, har det med at falde på plads, når en formand for direktionen eller bestyrelsen er tæt på pensionsalderen. Derfor starter mange fusioner ud med det ledelsesmæssige, og så kommer synergier og værdiansættelsen i anden række. Hvis man nu kunne gøre det i omvendt rækkefølge, så ville man være sikker på at grundlaget er i orden, og dermed vil der også være større sikkerhed for at aktionærerne, kan se fordelene for dem. Er de så ikke enige om, hvem der skal være i ledelsen, må det komme sekundært, og her vil der nok også være nogle aktionærer, som kan hjælpe med at beslutte dette.

Det er med til at underbygge at vores måde at anskue en fusion på, tilgodeser andet end blot ledelsen, som det oftest ses. Samt at man på det strategiske plan ikke har fokus på medarbejderne, men at der formentligt først tages højde for dem, når det økonomiske og ledelsesmæssige er på plads.

Vi har nu i vores opgave fået styr på værdiansættelsesdelen og berørt en del af de organisatoriske ændringer, hvilket naturligt leder os videre til at lave en interessentanalyse. Den interessentanalyse som vi har udarbejdet er gældende for begge sparekasser. Vi udpensler dog eventuelle forskelle i den efterfølgende uddybende tekst.

Figur 30: Samlet interessentanalyse



Kilde: Egen tilvirkning

Internt:

- Direktionen/bestyrelsen: Bestyrelsen og direktionen er begge vigtige interessenter, når man ser på en mulig fusion. I begge sparekasser sidder der yderst kompetente mennesker i ledelsen og direktionen, men de vil have et forskelligt syn på fusionen. SPKS er størst og der kan være nogle fra DJS, der føler at det er dem, der skal skiftes ud. Nogle vil formodentlig være negative overfor en fusion, for at sikre dem selv. Der vil også være nogle i SPKS, der sidder med samme følelse af, at der nok kommer nogle fra DJS i den fremtidige ledelse, som tager deres plads. For færre end i dag, skal de være. Selvom der vil være interne uenigheder, er det også ledelsen, der skal holde sammen på sparekassen og de ansatte. Det er dem der skal sørge for udmeldingerne, sørge for at alle føler sig informeret, og ikke føler at de bliver mindre værd ved en fusion. Det er også dem, der skal kunne formidle budskabet videre til pressen og aktionærene.
- Aktionærer: Denne kategori rummer både de store investorer og de små (fx kunder med aktionærfordelen). I DJS er der ingen stemmeretsbegrænsning (Den Jyske Sparekasse, 2018, p. 19). Det er der dog i SPKS, som beskrevet under Organisatoriske ændringer. Det betyder i praksis at selvom der ejes en større andel af aktierne, vil man ikke få en tilsvarende stemmeprocent.
 - Ejerkrædsene ser ud som følgende i de to sparekasser:
 - SPKS' storaktionærer består af: Købstædernes Forsikring, AP Pension og Sydbank, som alle ejer imellem 5-9,99% (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020e). De resterende aktionærer må derfor antages at eje mindre end de 5%.
 - DJS' storaktionærer omfatter: Nykredit (5-9,99%), Arbejdernes Landsbank (5-9,99%), Finansiell Stabilitet (10-14,99%) og AP Pension (15-19,99%) (Den Jyske Sparekasse, 2020c). Ligeledes antages de resterende aktionærer at eje mindre end 5%.

Ud fra det, kan det konkluderes at AP Pension, er en betragtelig spiller, da de ejer større andele i begge sparekasser i dag. Det må formodes at de har en særlig interesse i, at en eventuel stemmeretsbegrænsning ikke videreføres til den nye sparekasse, da det vil stille dem langt ringere end i dag – da de formodentlig kommer til at eje mere end 7,5% fremmedadrettet. Det er også værd at notere at DJS' ejerkræds består af en del flere professionelle investorer, som alt andet lige normalt vil tænke mere på afkast end på lokalsamfundet. Flere af disse storinvestorer i DJS, er først kommet ind i ejerkrædsen efter 2018, hvor de blev børsnoteret og garantkapitalen blev afskaffet. Det betyder samtidig at der er en hel del garantier, som er blevet småaktionærer i DJS.

- Medarbejdere (inkl. mellemledere): Det er en vigtig gruppe af interessenter, der skal plejes undervejs i processen for at imødegå eventuel modstand – da de implicit i deres funktioner, kan være med at løfte fusionen op til en succes. De forskellige medarbejdergrupper, udpensles på næste side:

- Filialnettet især på DJS siden, vil opleve et skift af datacentral. Generelt vil der opleves ændringer i hverdagen, henset til en tilpasset ageren og eventuelle tilpasninger af samarbejdspartnere på fx forsikring. Det er positivt, at der ikke er filialoverlap mellem de to sparekasser, hvorfor de ikke vil opleve stor udskiftning i de nærmeste rådgivende kollegaer. Der kan dog være en naturlig udskiftning blandt dem, som måske alligevel overvejede et sceneskift. Se dog alligevel ændring ift. ledelsen i næste bullet. Der vil også ske en ændring for de DJS' ansatte, som har været vant til en personlig betjent kasse – da den fremadrettet vil blive lukket til fordel for selvbetjeningsløsninger, så det er ens med SPKS. Som udgangspunkt vil kassemedarbejderne blive brugt til at hjælpe kunderne til at blive selvbetjente og andre praktiske gøremål, som de alligevel har klaret i kraft af deres kasserer-rolle – men det er på kort basis, da mange af afdelingerne allerede har flere kundemedarbejdere, hvorfor afskedigelser vil komme på tale forholdsvis hurtigt efter fusionen.
- Mellemedere mv.: Heri kan ske en påvirkning af filialnettet, idet DJS har områdeledelse og ikke afdelingsspecifik ledelse. Det modsatte ses hos SPKS, som i hver afdeling har en filialdirektør og souschef, ligeledes har de også områdecentre, som ydermere også har en områdedirektør. Der ses filialer med 5 faste ansatte, hvoraf 2 er ledere. Der vil blive indført en samlet struktur, som ikke tillader mere end én leder pr. afdeling.
- Stabsfunktioner: Her vil der for flere afdelinger ske større ændringer. Vi har som beskrevet under punkt 7.3.2. Synergier, valgt at gennemføre mange af ændringerne up-front og med en forholdsvis kort tidsperiode – i stedet for at udskyde processen. Det rammer især stabene, hvor der vil ske nedskæringer samt udflytninger, hvilket vil betyde at stabene skal være geografisk fleksible, hvis de vil beholde deres job. Det kan være svært at flytte familier fra Jylland til Sjælland og omvendt. Til start vil man umiddelbart kunne lave en løsning med fjernkontor, men det er ikke holdbart i længden, hvorfor en del afskedigelser må forventes, for at genansætte nye i de åbne stillinger. Især ændringen af hovedsæde, samt samling af back-office, supportfunktioner og IT vil blive påvirket.
- Fagforening: Det er en interessant, som vil være på stikkerne, og de vil forsøge at undgå alt for store og i deres øjne unødvendige nedskæringer. De vil også være meget observante på ændringen i arbejdspladsernes geografiske placering. Vil de tillade genansættelser, hvis sparekassen ikke kan få medarbejderne til at sig flytte geografisk? Det er punkter som disse, som fagforeningen især på deres medlemmers vegne, vil have stor interesse i, at forsøge at påvirke. Vi mener dog ikke at deres reelle magt er så stor, at de kan påvirke medarbejderne i sådan grad, at de ikke vil være tilhængere af fusionen over en bred kam og den måde, som den vælges udført på.

Eksternt:

- Konkurrenter: De andre pengeinstitutter, vil følge processen. Den nye sparekasse vil differentiere sig på markedet, som den eneste landsdækkende sparekasse, som stadigvæk har et stærkt ønske om at bevare den lokale tilknytning, som de hver især har i dag. Det kan sætte de mindre pengeinstitutter under pres, da de måske tidligere er blevet fravalgt/skiftet fra, pga. skift i kundens bopæl, til et område udenfor det primære markedsområde. De får nu en betydelig konkurrent, som kan opfylde dette med både det lokale kendskab/tilknytning, samt et bredere geografisk markedsområde. De landsdækkende pengeinstitutter, vil formodentlig ikke være bange for den nye spiller og/eller opleve en større konkurrence på basis af fusionen.
- Samarbejdspartnere/leverandører:
 - Pensionsleverandør: Begge sparekasser arbejder i dag med AP-Pension, i form af nærpension (Nærpension, 2020). AP Pension er også storaktionær i begge sparekasser, især i DJS. Det formodes ikke kunne rykke på priserne/provisionen, idet der efter fusionen vil være ca. samme henvisningsmasse, som i dag. Det antages at samarbejdet pt. kører som det skal, hvorfor der ikke på nuværende tidspunkt, anses behov for eventuel ændring heraf – som nok også vil skabe røre pga. ejerforholdene.
 - Forsikringsleverandør: De to sparekasser samarbejder i dag med to forskellige forsikringsleverandører. SPKS med Købstædernes Forsikring og DJS med Privatsikring. Da Købstædernes Forsikring ejer over 5% af aktiemassen i SPKS, må det formodes at de har mere at sige ift. den fremtidige samarbejdspartner, da de ellers kan gå ind og forsøge at spænde ben for fusionen. Det er vigtigt fremadrettet, da et skift af leverandør, vil betyde at den løbende provision fra det ene selskab vil bortfalde, og derfor skal rådgiverne på ny henvise tidligere kunder til nyt selskab, for at fastholde provisionen.
 - Datacentral: Som med forsikringsleverandøren, benytter de også to forskellige udbydere i dag. SPKS benytter BankData og DJS benytter BEC. Det er valgt at det fortsættende system skal være BankData, da det er det system som flest medarbejdere er vant til at arbejde i, og dermed skal færrest medarbejdere oplæres i et nyt system. Det må formodes at BankData, i kraft af at de får tilført en større forretningsmasse, også kan stille en skarpere pris.
 - Generelt set vil den fusionerede sparekasse få en lidt større magt ift. deres samarbejdspartnere, da deres masse øges. De vil stå bedre ift. til at kunne kræve bedre priser, være en mere stabil yder ift. henvisninger mv.

- Kunder:
 - Nuværende kunder: Alle kunder vil opleve ændringer, nogle dog mere end andre. Fx vil alle opleve at deres sparekasse får et nyt navn og logo. Kunderne i DJS vil opleve at få en ny netbank og mobilbank platform, som de skal lære at navigere rundt i. De beholder deres nuværende rådgivere. Få kan opleve ændringer, hvis de i dag, har en leder som rådgiver. De praktiske ting i hverdagen, som konti og kort vil ikke blive påvirket – kort vil løbende ved udløb, blive konverteret til det nye design. De af DJS' kunder, der benytter kassefunktionen, vil opleve at denne ikke er tilgængelig mere og erstattes af hæveautomater. De vil dog få den nødvendige hjælp i afdelingen, til at blive selvkørende på denne del. SPKS har allerede indført negative indlånsrenter for deres kunder uden NemKonto, samt pensionsmidler, som står placeret kontant. DJS har netop meldt ud i årsregnskabet for 2019, at de ligeledes vil indføre negative indlånsrenter. Alle kunder vil opleve en ændring heri, da vi ønsker at stramme vilkårene ift. SPKS nuværende vilkår.
 - Potentielle kunder: Denne interessant, anser vi ikke for at være så vigtig undervejs i processen. Dog har vi medtaget den, da vi vurderer at de fremadrettet har muligheden for at stå langt stærkere i markedet, hvis de formår at bevare deres kerneværdier. I dag består de til særdeleshed af sparekasse-ånden og tilknytningen til lokalsamfundet. De kan fremadrettet nu favne en kundegruppe, som måske tidligere har fravalgt dem på basis af deres størrelse, som mindre/ej landsdækkende pengeinstitut.
- EU-regulering: Henset til fusions-casen er denne interessant ikke så vigtig, da eventuelle krav, også havde ramt de enkelte sparekasser på samme måde, som de vil ramme den nye sparekasse. Størrelsesmæssigt vil de efter fusionen stadig vil være en del af gruppe 2, og derfor bliver de ikke ramt af yderligere krav. Generelt set, vil de stå stærkere kapitalmæssigt som én enhed.
- Finanstilsynet/dansk lovgivning: Finanstilsynet skal forhåndsgodkende fusionen og dets indhold. De er også med til at fastsætte de kommende indenrigs kapitalkrav til pengeinstitutterne generelt, og den nye sparekasse – heriblandt det individuelle NEP-krav. Konkurrencemyndighederne skal ligeledes godkende fusionen, det anser vi dog ikke for noget umiddelbart problem, henset til størrelserne før og samlet. I kraft af en øget samlet størrelse på sparekassen, vil vi i afsnit 7.6.2. yderligere behandle, om dette giver umiddelbar anledning til flere besøg eller OBS punkter fra Finanstilsynet.
- Pressen/analytikere: Vi har valgt at slå de to sammen i én kategori og beskrive dem samlet, da mange af tendenserne for de to er ens. De kan enten synes at fusionen er en god eller dårlig idé, og ud fra deres egen holdning, være med til at påvirke sparekassernes øvrige interessenter. Pressen kan påvirke kunderne, lokalsamfundet og småaktionærerne i kraft af deres skrivelser i medierne. Ligeledes kan

analytikerne påvirke den fremtidige aktiekurs og forventningerne hertil, ud fra deres egen forventning til outputtet af fusionen. Det vil også være disse to kilder, som er med til at viderebringe en eventuel lækage af fusionsinformationer før tid, hvis det kommer i deres hænder. De har ingen reel indflydelse på, om fusionen endeligt kommer til at ske eller ej.

- Lokalsamfundet: Begge sparekasser har en tæt forankring i deres respektive lokalsamfund, og ligger vægt på det i deres værdigrundlag og selvopfattelse. De er synlige og nærværende overfor erhvervslivet og lokale foreninger. Lokalsamfundet har ikke meget at stille op overfor sparekassen, men de kan fx via pressen skabe unødigt og uønsket opmærksomhed på virksomheden. Deres interesse ligger i, at bevare sparekassens fremtidige ønske om og involvering i lokalsamfundet, og dermed undgå at en storbankspolitik kommer til at herske, da de (indbyggerne og erhvervslivet) især vil være taberne i sådan en situation.

7.5.2. Indflydelse

Indflydelsen har vi valgt at opsætte i en tabel, hvor vi gennemgår de vigtigste interessenter hver for sig og ser på hvilken magt og indflydelse de har på fusionen, samt deres væsentligste bidrag.

Figur 31: Interessenter opsat i tabel og defineret ud fra indflydelse

Interessent	Interesse for fusion (* = for, ** = indifferent, *** = imod)	Magt (* = lidt magt, *** = meget magt)	Betydning for fusion (* = lille betydning, *** = stor betydning)	Væsentligste bidrag
Bestyrelse/direktion	Antages * (ellers intet grundlag for fusion)	***	***	"Primus motor" i hele fusionen. Bestemmende internt for processen.
Aktionærer (inkl. Kunder som er aktionærer)	*/**/*** (kan variere)	***	***	Dem der endeligt godkender eller ikke godkender fusionen.
Medarbejdere (inkl. Mellemlidere)	*/**/***	*	***	Kan "løfte" den nye sparekasse efter fusionen.
Fagforening	(*)/**/***	*	*	Være kritiske overfor eventuelle nedskæringer, samle medarbejdere /skabe splid.
Konkurrenter	**	*	*	Ingen bidrag eller umiddelbar interesse fra andre til fusionen, andet end observering.
Samarbejds-partnere/leverandører	*/**/***	**	**	Nogen vinder og nogen taber. Skift af eksisterende.

Nuværende kunder	*/**/***	*	***	Ved aktive valg, kan de hjælpe til fusionen og det samlede omdømme eller skifte fra sparekassen. En del vil nok også bare følge med.
Potentielle kunder	**	*	*	Ingen påvirkning af fusionen, men måske sparekassen anses for mere attraktiv fremadrettet for den kundegruppe.
EU-regulering	**	*	*	Ingen påvirkning ift. fusion, da de ikke ændrer "størrelsesklasse". Generelle krav, som rammer alle.
Finanstilsynet/ dansk lovgivning	*/**/***	***	***	Finanstilsynet (+konkurrencemyndighed) skal godkende fusion på forhånd.
Pressen/ analytikere	*/**/***	*	**	Kan enten synes det er en god eller dårlig idé, og derigennem præge investorer og kunder. Betydning for fremtidig aktiekurs, enige i sparekassens forventning eller ej.
Lokalsamfundet	*/**/***	*	*	Kan enten synes det er en god eller dårlig idé, og forsøge at skabe opmærksomhed på deres mening via andre medier.

Kilde: Egen tilvirkning

Denne graf hjælper med at udpege hvilke kritiske interessenter, der er/kan være i forbindelse med fusionen. Det er især vigtigt at se på de interessenter med meget magt og en stor betydning, samt interesse for fusionen, da det især er disse, som kan skabe problemer.

Denne type af interessenter ses især blandt ejerkredsen, altså de nuværende aktionærer hos de to sparekasser. Her kan især nævnes AP Pension og Finansiell Stabilitet. AP Pension vil komme til at eje en betydelig del af den fusionerede sparekasse, hvorfor de formodentlig ikke vil tillade fusionen, uden at stemmeretsbegrænsningen som SPKS har i dag fjernes, da deres vilkår som ejer ellers forringes betydeligt. Den anden ejer, som er værd at udpensle enkeltvis er Finansiell Stabilitet, som i dag er medejer af DJS. Dette ejerskab stammer fra, da DJS havde behov for at benytte sig, af de offentlige hjælpepakker under finanskrisen. Vi antager at deres umiddelbare ønske er at komme ud af ejerkredsen til en fornuftig pris, og at der derfor skal findes nye investorer, som kan overtage den nuværende aktieandel. Vi formoder at de vil se sig tilfredse med at få markedsværdien af deres ejerandel på det analyserede tidspunkt pr. 31/12-2019. Hvis ikke må de stemme nej til fusionen og fremsætte deres krav om ønsket indfrielse herefter⁶. De andre aktionærer er også vigtige at tage hånd om, da ovenstående ikke alene har stemmer nok til at tage

⁶ Dette vil ikke yderligere blive behandlet i opgaven.

beslutningen. De kan håndteres i grupper, så storaktionærerne/de professionelle investorer, håndteres med tilpasset information og lidt mere individuelt, hvorimod småaktionærerne (især de almindelige kunder) nok først og fremmest vil agere efter bestyrelsens anbefaling, dog skal de ligeledes have relevant information undervejs i processen.

Andre kritiske og betydningsfulde interessenter, vil være de nuværende direktions- og bestyrelsesmedlemmer. De er bevidste om, at ved en fusion skal antallet af deres poster skæres kraftigt og flere vil stå uden job/bijob, og miste en betydelig del af deres nuværende indtægt. Hvordan disse behandles bedst muligt ift. deres modstand mod forandringer, vil blive behandlet i næste afsnit.

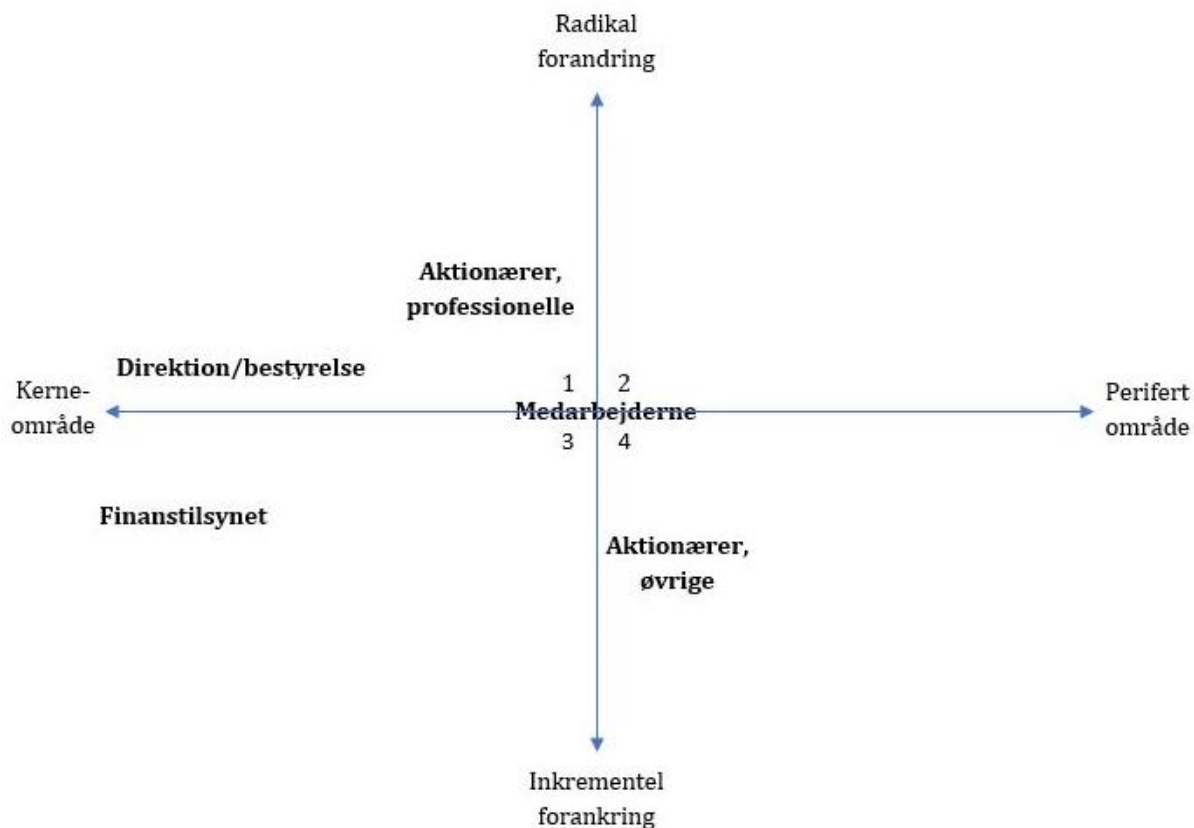
Ligeledes er en vigtig interessant Finanstilsynet, da de endeligt skal godkende fusionsplanerne og fusionen dermed ikke får lov til at gå igennem, hvis de ikke har positiv opbakning herfra. Det som Finanstilsynet skal ind og godkende på basis af, er det udarbejdede fusionsmateriale, som skal opfylde en hel række krav (Kromann Reumert, 2020).

Medarbejderne i de to sparekasser, har ikke hver især en stor magt og især ikke, når det ses ift. om fusionen stemmes igennem eller ej. Det skal dog bemærkes, at en stor del af medarbejderne formodes at være aktionærer, men at vi ikke vurderer den samlede størrelse heraf, til at have stor betydning i det samlede billede af ejerkredsen, og skal derfor behandles på samme måde som småaktionærerne. Men medarbejderne har til gengæld en stor magt, når/hvis fusionen stemmes igennem, for efterfølgende at løfte opgaven og dermed også give kunderne, den fornødne tryghed i processen, hvorfor de alligevel skal håndteres relativt proaktivt fra starten af processen. Ligeledes vil selve håndteringsmetoden yderligere uddybes under Modstand mod forandringer.

7.5.3. Modstand mod forandringer

Modstand har til dels også noget at gøre med hvor stor en ændring interessenterne hver især oplever. For nogle vil en fusion ændre på en stor del af deres hverdag og selvbillede, hvor det for andre ikke vil have så stor en betydning. Derfor vil vi allerførst starte med at se på forandringens karakter for de kritiske interessenter.

Figur 32: Forandringens karakter



Kilde: Egen tilvirkning på basis af Buchanan og Boddy, forandringens karakter model

- Aktionærene: Her har vi valgt at opdele dem i to kategorier;
 - Professionelle: Vi har valgt at placere denne gruppe i kategori 1, da vi mener at ændringen for dem, anses for at føles mere radikal, idet denne type investorer oftest har en større indgående viden og kendskab til selskaberne og deres drift. Investeringerne er valgt ud efter fakta om selskaberne og det, som de kan bidrage med økonomisk og samfundsmæssigt. Det anses også for at være nærmere kernerdriften, men det anses ikke for at påvirke denne i så høj grad, da de to sparekasser i dag, er af lignende i opsætning og ambitioner. En betydelig ændring, vil især være for de nuværende investorer i SPKS jf. stemmeretsbegrænsningen, der efter vores bedste mening vil bortfalde, da fusionen ellers formodentlig ikke vil blive stemt igennem.
 - Øvrige: Denne type af investorer har oftest et andet motiv bag ved deres investeringer, fx aktionærfordeler blandt kunderne, eller støtter fra lokalsamfundet. For dem vil de opleve et ændret navn og muligvis brugerflade, men de vil generelt møde de samme mennesker nede i deres lokale filial. Økonomisk vil de store rammer stadigvæk være nogenlunde ens. Det er stadigvæk en sparekasse med de tilhørende kendte værdier, og størrelsesmæssigt stiger de ikke

i gruppering, dvs. ingen umiddelbart ændrede krav, som vil give udslag i en ændring for aktionærerne. Derfor placeres disse i kategori 4.

- **Direktion/bestyrelse:** Disse placeres også i kategori 1, dog længere henne mod kerneområdet – da det især må siges at være deres spidskompetence, vi er inde og berøre.
- **Finanstilsynet:** Placeres i kategori 3, som karakteriseres af en ringe grad af sårbarhed og et lavt konfliktniveau. Det mener vi stemmer godt overens med deres rolle, da Finanstilsynet er et beslutningsdygtigt organ, som der ej kan diskuteres med og ligeledes har de ikke noget på spil i dette scenarie.
- **Medarbejderne:** Medarbejderne rummer en del forskellige stillinger og individuelle mennesketyper, som vil opleve og håndtere en fusion meget forskelligt. Derfor har vi ikke over en bred kam, kunne placere dem i forandringsmodellen, men vil her uddybe nærmere. For nogle vil det opleves som en radikal ændring. Det kan især være for DJS medarbejderen, som skal skifte system og måske får nedlagt en personlig betjent kasse i afdelingen og dermed skal sige farvel til en kollega. Eller for SPKS medarbejderen, som nu skal gå fra to til én leder i afdelingen og dermed også en anden hverdag, som på en eller anden måde skal omstruktureres. Nogle individer oplever sådanne ændringer som meget store, hvorimod andre blot ser det som en normal tilpasning af arbejdspladsen. Ser vi på om medarbejderen, føler at det påvirker kerneområdet til deres job eller ej, handler det også til dels om opfattelsen. Nogle medarbejdere vil skulle favne over en bredere viden end tidligere, fx en kreditafdeling, som på sigt skal til at dække et langt større og ukendt geografisk område. Nogle medarbejdere vil også opleve, at deres stillinger ændres geografisk, og at de får valget om at flytte med eller bliver tilbudt en anden stilling, som de nu skal til at opfylde eller få en fyrings seddel, fordi der ikke er en anden plads til lige netop deres kompetencer.

Modstand mod forandringer kan komme af mange gode grunde. Vi har i vores analyse valgt af tage udgangspunkt i Moss Kanters årsager til modstand. I starten af fusionsprocessen, vil især direktionen/bestyrelsen, som individer kunne stå med følelsen af at de mister kontrol og indflydelse, det skal henses til, at de er bevidste om, at der skal skæres i antallet af deres poster fremadrettet og at der ikke er plads til alle af de nuværende. Drager vi Judsons skala for mulig adfærd ind i dette, vil nogle af dem muligvis agere uhensigtsmæssigt i kraft af deres egen usikkerhed. Ud fra det personlige, kunne det tænkes at de kan agere med ligegyldighed fx at de kun gør det som de får besked på og ikke yder mere end det absolut nødvendige, til aktiv modstand, som fx kunne være at begå bevidste fejl pga. sjusk. Dog vil vi mene at direktionen og bestyrelsen, i kraft af deres stillinger, skal kunne tilsidesætte deres personlige behov, og dermed overtage virksomhedens interesse og implicit, derfor agerer med accept. Det er dog vigtigt at alle i denne kategori holder observant øje med hinanden, for at spotte eventuelle medlemmer, som ikke agerer

hensigtsmæssigt, for at kunne tage en eventuel modstand mod forandringer i opløbet og ikke lade det få for stor en negativ betydning ift. Den samlede proces. Som tidligere beskrevet jf. artiklen om "Den Nordjyske Bankkrig", er det set hvor stor en konsekvens det kan have for en endelig fusion, herunder aktionærernes interesser, hvis denne interesser vælger kun at varetage egne interesser.

Aktionærene informeres naturligvis ikke i starten af fusionsprocessen, men kommer først med senere hen, når mange af detaljerne allerede er på plads. Det er dog vigtigt at så snart de informeres, sker dette tilpasset om de er en lille eller en stor aktionær. De skal have relevant materiale klar og det skal formidles ud til den enkelte. Det må formodes at storaktionærene, har et sæde i bestyrelsen og derfor allerede har afsagt deres krav/tanker til fusionen.

Der kan være mange bevæggrunde til at medarbejderne jf. Moss Kanter, kan ende med at føle modstand mod forandringer. Især i fusionsscenarier, kan det føles som om at beslutningen trækkes ned over hovedet på én, at man ikke har haft noget at sige og at der er en stor usikkerhed forbundet hertil. Der vil naturligvis ske ændringer for alle medarbejdere i en vis grad. Derfor er det vigtigt at det formidles ud fra direktionen til medarbejderne, hvad planerne er og hvordan det forventes at påvirke deres hverdag. Tidshorizonten hertil er også en vigtig faktor, så medarbejderne ikke føler, at de bare er i en venteposition, indtil ændringerne træder i kraft. Nogle medarbejdere vil opleve flere ændringer på samme tid end andre, fx systemskifte, fyrede kollegaer, chefskifte mv. Det kan skabe forvirring hos den enkelte, og ligeledes kan det også føre til at man føler sig usikker på sine kompetencer, og at der tabes ansigt overfor sine kollegaer, som måske lærer systemerne hurtigere. Det er positivt at begge sparekasser, har en lang historik af sammenlægninger bag sig, og det derfor må formodes at flere medarbejdere, har erfaring med hvordan en fusion kan påvirke hverdagen, og kan hjælpe både hinanden og nye medarbejdere igennem sådan et skifte.

Påfører vi Judsons adfærdsskala på medarbejdergruppen, vil der på den lange sigt kunne opnås en bred accept, og dermed vil der samarbejdes, for at opnå det bedst mulige resultat. Dog kan der godt fra start af opleves apati, altså tabt interesse for arbejdet, som betyder, at man kun gør bliver bedt om og ikke mere end det. Står det grelt til med accepten, kan den enkelte medarbejder begynde at arbejde langsommere, trække sig tilbage personligt mv. Dog vil en sådan adfærd, hvis den ikke bearbejdes ordentligt med information om fremtiden oppefra og medmenneskelighed fra nærmeste leder, ultimativt nok ende ud med et jobskifte, da det formodes, at en person ikke over en længere periode, kan holde til at have det sådan det på jobbet. Det kan også være at den umiddelbare frustration brændes af, og at medarbejderen selv rykker op ad adfærdsstigen og ender med at acceptere, eller i hvert fald tilslutte sig den brede forståelse for fusionens nødvendighed. Det er vigtigt at der oppefra og ned opnås accept for fusionen fra start af, da lederne skal være opmærksomme på de medarbejdere, som de har under sig, og skal være med til at bearbejde de

frustrationer, som de eventuelt sidder med. Derfor vil en leder, som ikke er overbevist om fusionen, kunne påvirke en lang række kollegaer under sig negativt.

Det er generelt vigtigt at alle parter, uanset om de anses for kritiske for fusionsprocessen eller ej, løbende informeres rettidigt og tilpasset, så ingen føler sig glemt undervejs.

Fremadrettet mener vi at den fusionerede sparekasse, skal være opmærksom på risikoen for at nogle af medarbejderne kan rammes af rollestress. Derfor har vi valgt at udplukke et par enkelte relevante eksempler, for dette fusionsscenario.

Det kan fx være lederen i en SPKS afdeling, som fremadrettet ikke skal fortsætte som leder, og derfor kan vælge at tage imod en rådgiverstilling. De kan opleve varianten Self-role distance, som er defineret af, at individet ikke længere kan identificere sig med sin nye rolle, og føler det svært at udnytte sit eget potentiale. Det kan spottes og bearbejdes, ved eventuelt at finde nye ansvarsområder/fagområder til medarbejderen, så de igen kan føle sig udfordret (på den gode måde) og dermed får de øget deres selvværd på arbejdspladsen. Ligeledes kan der for enkelte af DJS medarbejderne, som nu skal skifte system (som må anses for at være en betydelig ændring af deres dagligdag på arbejdet, på den korte bane) opleveres varianten Personal inadequacy. Nogle medarbejdere vil kaste sig over opgaven, hvor andre måske vil føle langt mere udfordret på den front. Nogle kan endda ende med at føle at ændringen er så drastisk, at det ændrer ved deres selvopfattelse af deres egne kompetencer, og så er vi henne og berøre den nævnte variant.

To uundgåelige rollestres elementer som de kundemedarbejdere/kasserer, hvis funktioner erstattes og senere hen undværes, nok vil opleve er: Role stagnation (som de måske allerede i dag, sidder med følelsen af), som går videre hen i Role erosion. Baggrunden for at et element af Role stagnation, allerede kan være der i dag, er at man i branchen generelt ser, at andelen af kassemedarbejdere inkl. Reelle kassefunktioner, er stødt faldende hen over tid. Erosionsdelen, består i at det, som var frygtet før, nu bliver en realitet. Her har sparekassen gjort et bevidst valg med denne strategi, og de tilhørende konsekvenser, som det har for nogle af medarbejdere. Derfor består håndteringsopgaven, til dels i ordentlig information samt at den nærmeste leder, sørger for at behandle medarbejderen ordentligt, og holde øje med dem i processen, så de stadigvæk ønsker – eller i hvert fald yder, deres del til at "uddanne" kunderne, så de fremadrettet kan håndtere de nye tiltag.

7.5.4. Opsamling på interessenter

I forbindelse med en fusion, kan vi konkludere, at der er mange interessenter, som gerne vil høres og som mener, at de har noget at skulle sige. Men hvis vi ser på hvem, der egentlig sidder på magten til at foretage selve fusionen, er det faktisk kun meget få, der har en reel magt: ledelsen, aktionærene og finanstillstyret.

Vi må desværre også konstatere at man ved langt de fleste fusioner, ser at ledelsen er mere interesseret i at redde dem selv, end hvad der er bedst for pengeinstituttet/aktionærene. Så det er yderst vigtigt at få ledelsen til at forstå, at de er en professionel spiller i en fusion, og at det er det økonomiske grundlag, som skal være udslagsgivende for deres holdning, og ikke om de er en del af organisationen post fusionen. Ligeledes skal de være dem, der formår at formidle budskabet til deres aktionærer på en god og forklarende måde, så selv de mindre aktionærer har mulighed for at sætte sig ind i, hvad det er der kommer til ske, hvis de stemmer for eller imod fusionen. De skal sørge for at agere med en vis form for disciplin, så denne information kommer ud hurtigst muligt, efter at Fondsbørsen er informeret.

Til sidst er der medarbejderne. De skal så snart at alt det praktiske er faldet på plads, være det første, som ledelsen tænker på. De skal være med hele vejen, kunne forstå hvorfor tingene bliver gjort, som de gør. De skal motiveres til at være en del af den nye sparekasse, som gøres ved at de får bevist at der er behov for dem, og at de bliver bekræftet i at de er en vigtig spiller, for at få fusionen gjort god for alle parter.

De øvrige interessenter er også vigtige, men kræver ikke samme opmærksomhed, som ovenstående.

7.6. Det kreditmæssige aspekt

I dette afsnit vil vi se på de kreditmæssige opmærksomhedspunkter, som vi mener er relevante at skele til i en fusion. Vi ser på deres nuværende risikoappetit og om der her er noget, som vi skal være opmærksomme på, for at sikre at den fusionerede sparekasse ikke fortsætter i en risikofyldt retning. I tråd med risikoappetitten, vil vi se på Finanstilsynet, og den "magt" som de har i dag. Hvis fusionen bliver en realitet og de bliver større, vil Finanstilsynet så være ekstra opmærksomme? Er der ting der går under radaren i dag, som ikke kommer til det fremover? Vi vil også samle op på kapitalforholdene i den fusionerede sparekasse. Til sidst vil vi runde af med at se på Tilsynsdiamanten, netop for at sikre at de fortsætter i en kreditmæssig fornuftig retning.

7.6.1. Risikoappetit

Vi vil i dette afsnit dykke lidt ned i de to sparekassers risikoappetit. Hvad er deres strategi hver især og hvordan ser det ud med at overholde den. For at vurdere om de overholder strategien vil vi se på deres seneste rapporter fra Finanstilsynet:

DJS oplyser selv, at de ønsker at tage en moderat risiko, og at nye kunder, skal have en god bonitet og ligge i toppen af deres kreditscore model. De ønsker også at kun 10% af deres udlån til private ligger udenfor Jylland. Så på privatområdet, går de meget ind for at de har kendskab til de områder, som kunderne bor i. Deres overordnede mål med deres kreditrisiko er:

- "At der skal være et velbalanceret forhold mellem påtagne risici og det opnåede afkast".

- "At tab skal være på et acceptabelt niveau i forhold til sammenlignelige danske pengeinstitutter" (Den Jyske Sparekasse, 2018, p. 86)

Dette er to overskrifter, som kan tolkes meget forskelligt. Betyder det at de villige til at løbe en større risiko, hvis bare de får en højere betaling? Hvem er det, de vil sammenligne sig med? Er det andre af samme størrelse, eller andre med samme eksponering mod landbrug som DJS har? De oplyser også, at de nye kunder, har en god bonitet, men at de stadigvæk døjer med gamle kundeengagementer, primært de førmtalte landbrugskunder, hvor de gang på gang, må øge deres nedskrivninger. For kunne bevare en god og solvent sparekasse, har de et mål om, at udlånsvæksten ikke må være over 2,5%, da de så undgår at solvensen kommer under pres. Ud fra deres risikorapport 2019, udviser de fornuft med hensyn til nye bevillinger. Mens deres rapporter fra Finanstilsynet, viser at de tidligere ikke har bevilget med samme fornuft, og derfor ofte må regulere deres nedskrivninger, for at give et retvisende billede, af deres nuværende risiko.

Vi vil nu se på SPKS nuværende risikoappetit. Ud fra deres risikorapport 2019, ønsker de en balance mellem deres privat- og erhvervsudlån, der gerne skal være omkring 50/50. Pt. ligger dette på 53/47. På privatsiden, vil de gerne hjælpe deres kunder med al slags udlån, dog ønsker de ikke at være med til at finansiere et overforbrug. De skriver at de går meget op i, at se på hvad deres kunder lever for i dag, og så holde det op mod deres fremtidige rådighedsbeløb. De går op i, at se kunderne som individer og finde langsigtede tilpassede løsninger. Det samme er stort set gældende for deres erhvervs-kunder. De vil dog ikke have alt for store erhvervs-kunder på bøgerne, da de ikke mener, at de selv har en større til at kunne håndtere disse hverken rådgivningsmæssigt eller på kapitalsiden. De har også et etisk og moralsk kodeks der gør, at det ikke er alle kunder/brancher, som de ønsker i deres sparekasse.

Ser man på deres rapporter fra Finanstilsynet (Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018a), er det bemærket, at de har en stor tilgang af nye kunder og at 67% af de disse kunder, ikke ligger i den høje/gode del af deres kreditscore, men lige under. Finanstilsynet har givet en anmærkning omkring dette, men SPKS oplyser selv, at det er det kundesegment, som de gerne vil satse på. Så her kræver det en god balancegang mellem evnen til at tiltrække nye kunder, uden at gå på kompromis med sparekassens egen kreditpolitik.

Sammenligner man de to sparekasser, så er der ting, hvor de sammen vil kunne gøre hinanden stærkere. DJS' måde at håndtere nye privatkunder på, der sikrer en god bonitet, og SPSK' holdning til hvilke erhvervs-kunder, der ønskes at tage ind på bøgerne.

7.6.2. Besøg af Finanstilsynet

Begge sparekasser er som tidligere beskrevet placeret i gruppe 2, i opdelingen af pengeinstitutter. For at ligge i gruppe 2, skal man have en arbejdende kapital på min. 12 mia. Der er i alt 12 pengeinstitutter i denne

kategori. SPKS ligger som nr. 5 og DJS som nr. 10. For at rykke til gruppe 1, vil det kræve at den arbejdende kapital er på min. 75 mia. Der er pt. kun 5 pengeinstitutter i denne kategori (Finanstilsynet, 2020a). Ser man på den samlede arbejdende kapital, som den fusionerede sparekasse vil få, vil den ikke blive så stor, at den vil rykke op i gruppe 1, men vil ende som nr. 3-4 blandt gruppe 2 pengeinstitutterne.

Alle pengeinstitutter vil få et ordinært besøg af Finanstilsynet hvert 4. år. Men dykker vi ned i hvor ofte Spar Nord, der ligger i bunden af gruppe 1 og Ringkjøbing Landbobank, der ligger i toppen af gruppe 2, får besøg - kan vi se at det sker med kortere intervaller, da der indlægges flere ekstra besøg (Ringkjøbing Landbobank, 2020). Jf. begge sparekassers selskabsmeddelelser, har de besøg ca. 1 gang årligt. Det giver også god mening, at jo større pengeinstituttet er, jo oftere kontrol er der, da man ved at en evt. Konkurs vil koste samfundet flere penge, end hvis det indtræffer for et mindre pengeinstitut.

Som beskrevet ovenfor, så kan oftere besøg få en stor betydning får den fusionerede sparekasse. Hvis Finanstilsynet ikke er enige i kreditgivningen eller risikoscoren af kunderne, så vil det kunne betyde øgede nedskrivninger for sparekassen. Når man ser på, at man også kommer til at fusionere to sparekassers kreditkontorer, hvor det ene har været vant til kunder på Fyn/Sjælland og det andet kun i Jylland, kan der også være risiko for, at man kommer til at lave uhensigtsmæssige bevillinger over tid, selvom vi til en start ønsker at bevare begge kontorer, for at undgå et tab af kompetencer. Men hvad ved "sjællændere" om landbrug, og "jyder" om vækstvejledning og andelsboliger i Hovedstaden? Så her skal de nye retningslinjer være ekstra tydelige, da Finanstilsynet formentligt fra start, vil holde ekstra øje med dem, for at sikre, at de som minimum fortsætter i de spor som de er i, i dag og ikke påtager sig yderligere risiko, selvom det kan været fristende i et konkurrencepræget marked.

Som beskrevet i regnskabsanalysen, så havde DJS i 2019 et ordinært besøg af Finanstilsynet, som resulterede i ekstraordinære nedskrivninger, som de selv beskriver i deres regnskab – som værende utroligt utilfredsstillende i et ellers flot slutresultat, som er en markant stigning fra sidste år.

7.6.3. Kapitalforhold for den fusionerede sparekasse

Som tidligere skrevet i opgaven, vil vi også samle op på hvordan den fusionerede sparekasse, vil kunne klare de kommende kapital- og solvenskrav. For at kunne lave den kommende kapitalopgørelse, har vi gjort os følgende antagelser:

- Kernekapital: Her tager vi udgangspunkt i de to sparekassers samlede kapital i 2019, og tillægger det, som den kommende beregnede retention rate (nettoresultat – minus udbytte) udregnes til på årlig basis.

- Hybrid kernekapital, supplerende kapital og afdækning til NEP-krav, vil være uændret. Hvis vi i analysen spotter, at de vil komme i problemer med at leve op til kapitalkravet, vil vi først her vurdere på behovet for at optage yderligere kapital. Ellers anses det for en buffer, som kan tages i brug i fremtiden, hvis behovet opstår.
- Risikovægtede aktiver: Fra 2017-2019 er de samlede risikovægtede aktiver steget i gennemsnit med ca. tkr. 185.000 om året. Da de tidligere års tal, indeholder eftervirkninger af finanskrisen, har vi valgt kun at medtage de seneste 3 år. Vi forventer derfor, at de risikovægtede aktiver stiger med tkr. 185.000 om året frem til 2024.
- Kapitalkrav: Da vi ikke kender den fusionerede sparekasses NEP-krav, har vi valgt at bruge de krav, der er til SPKS, da de havde de højeste krav af de to sparekasser.
- Søjle II/det individuelle solvenskrav: Her har vi valgt at fortsætte med de 5 %, som der også regnes med i dag for begge sparekasser.

Herunder har vi lavet en tabel, som viser udviklingen i deres solvens over tid:

Figur 33: Forventet fremadrettet solvensopgørelse for den fusionerede sparekasse

Forventet fremadrettet solvensopgørelse for den fusionerede sparekasse					
<i>Beløb i 1.000 kr.</i>	2020	2021	2022	2023	2024
Kernekapital	4.848.422	5.324.156	5.809.495	6.306.522	6.815.470
Hybrid kernekapital	476.000	476.000	476.000	476.000	476.000
Supplerende kapital	920.422	920.422	920.422	920.422	920.422
Afdækning til NEP-krav	59.649	59.649	59.649	59.649	59.649
Basis kapital (mellemlægning)	6.304.493	6.780.227	7.265.566	7.762.593	8.271.541
Risikovægtede aktiver	28.538.663	28.723.663	28.908.663	29.093.663	29.278.663
Egentlig kernekapitalprocent	16,99%	18,54%	20,10%	21,68%	23,28%
Solvensprocent	22,09%	23,61%	25,13%	26,68%	28,25%
Kapitalkrav	19,00%	20,00%	21,00%	22,10%	22,10%
Overdækning i %-point	3,09%	3,61%	4,13%	4,58%	6,15%

Kilde: Egen tilvirkning på basis af SPKS og DJS regnskab 2019 – se bilag 1: Excel, fane FS Resultatopg. + kap.

Ud fra ovenstående forudsætninger, vil vi stadigvæk have en sparekasse der lever op til de gældende og fremtidige kendte kapital- og solvenskrav. Deres overdækning vil fra 2020 til 2024 udvikle sig fra 3,09 % til 6,15%. Dette er uden at af vi går ud og henter ekstra kapital til at afdække NEP-kravene, som DJS ellers havde planer om.

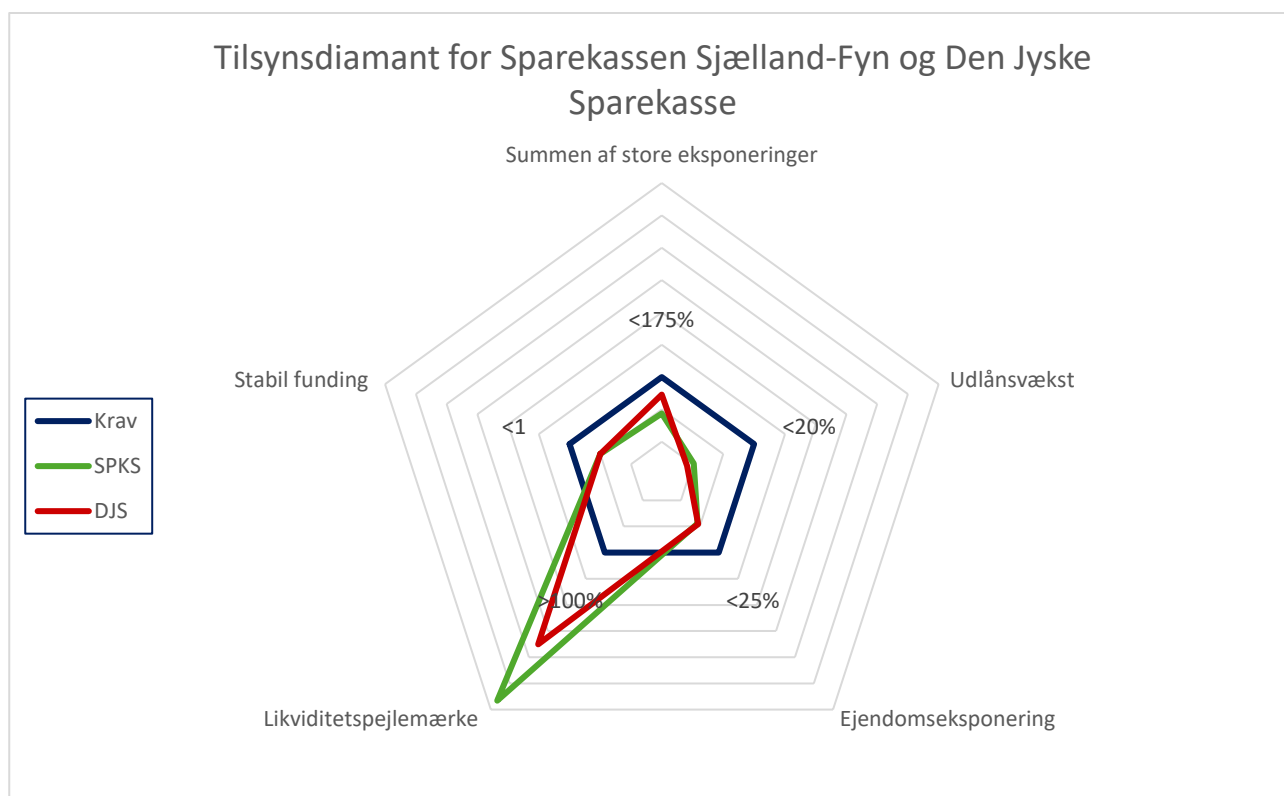
Så vi konkluderer hermed at på kapital- og solvenssiden, vil den fusionerede sparekasse, kunne klare de kommende krav, samt også har plads til en regulering i opadgående retning, uden at skulle ud og hente

yderligere kapital i markedet. Hvis kapitalen skulle komme under pres, vil de kunne nedsætte eller droppe udbyttebetalingen og dermed forbedre deres kapitalforhold endnu mere.

7.6.4. Tilsynsdiamanten

Tilsynsdiamanten er et pejlemærke fra Finanstilsynet, som skal sikre at der ikke påtages en alt for stor risiko, samtidig med at man stadig kan drive en rentabel bankforretning (Finanstilsynet, 2020b). Jf. figur 34, som tager udgangspunkt i 2019-tal, skal begge sparekasser gerne holde sig indenfor den blå linje på alle punkter, undtagen Likviditetspejlemærket, hvor de skal ligge udenfor.

Figur 34: Tilsynsdiamant for Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse



Kilde: Egen tilvirkning på basis af DJS og SPKS regnskab 2019 – se bilag 1: Excel, fane Tilsynsdiamant

Begge sparekasser lever, ud fra årsrapporten 2019, op til alle krav i Tilsynsdiamanten, og ingen af dem ligger meget tæt på grænseværdierne. Derfor mener vi sagtens, at vi kan konkludere, at hvis man fusionerede de to sparekasser, ville de også fremover leve op til Tilsynsdiamantens 5 målepunkter. Ser man på målepunktet Summen af større eksponeringer, vil dette tal blive bedre for den nye samlede sparekasse, da SPKS er større end DJS og trækker dem indad, og det samme er gældende for Likviditetspejlemærket, hvor denne også vil påvirke DJS' tal i en positiv udadgående retning.

Ser man på SPKS' tal, har de formået at have en udlånsvækst på 0,4% og samtidig have en likviditetsoverdækning på 383%. Som tidligere beskrevet er der stor konkurrence om kunderne, og ikke alle

kan vise positiv udlånsvækst 3 år i træk (Sydbank, 2019). SPKS udlånsvækst er dog faldet fra 5,5% til 0,4% fra 2018-2019. Så det bekræfter, at der er kamp om kunderne, og det kræver at man opfattes som attraktive overfor potentielle nye kunder, da det kan være svært, at lave de helt store udvidelser på eksisterende kunder. Når deres likviditetsoverdækning, samtidigt er på et så højt niveau, må det konkluderes, at de låner penge ud til de rigtige kunder, og dermed belaster de ikke likviditeten mere end højst nødvendigt. Det der kan påvirke likviditetssiden negativt, er hvis Finanstilsynet ikke er enige i deres rating/klassifikation af kunderne. Det vil netop påvirke likviditeten, hvis deres "gode" udlån, skulle blive til "dårlige". De har dog en så stor overdækning, at de vil kunne klare en periode med fald i huspriser/arbejdsløshed mv., der vil påvirke deres kunders rating og dermed også likviditetsoverdækningen. SPKS har knap så mange kunder i kategorien Store eksponeringer, i forhold til DJS og andre større banker, som fx Sydbank. De har selv udtalt at de ønsker at øge andelen af erhverv, som formodentlig ligeledes vil få denne post til at stige. Så her skal fokus være på at få de rigtige erhvervskunder ind i sparekassen, og dermed øge udlånsvæksten den vej rundt.

Hvorimod DJS har en negativ udlånsvækst på -1,8% og "kun" en likviditetsoverdækning på 275%. At de har en negativ udlånsvækst, er som tidligere beskrevet, en del af deres strategi, om at komme af med tidligere givne udlån, som nu kategoriseres som risikofyldte udlån, og skifte med dem ud med de mindre risikofyldte udlån. Så pt. er en negativ udlånsvækst ikke faretruende, holdt op mod strategien. Udlånsvæksten skal dog være et vigtigt opmærksomhedspunkt fremover, for når strategien er fuldt ud gennemført, og de har afhændet de kunder som de ønsker, så skulle den gerne begynde at stige igen, da det jo primært er udlån deres indtjening kommer fra. At de stadigvæk har en del risikofyldte udlån, vises også af deres likviditetspejlemærke, som er lavere end SPKS'. Men denne vil løbende også blive bedre, når de kommer af med de risikofyldte engagementer.

Som kort beskrevet længere oppe i afsnittet, vil Tilsynsdiamanten stadigvæk være indenfor alle rammer, men der vil skulle være særlig opmærksomhed på udlånsvæksten, og specielt i Jylland, hvor det i dag kniber med at tiltrække nok forretninger.

Når man ser på den fusionerede sparekasse og hvad de kan lære af hinanden, er der et punkt, som vi mener de skal have ekstra opmærksomhed på, og det er deres risikovægtede aktiver. Disse har nemlig indflydelse på deres samlede solvens og kapital. Så hvis de får fusioneret SPKS kreditgivning til erhverv, og DJS' kreditgivning til privat, vil det have positiv indvirkning på de risikovægtede aktiver, specielt hvis de på erhvervssiden, kan få pant for de dårligere engagementer. Det er jo ikke noget, der kommer til at ske natten over, men i takt med at engagementerne skal revurderes, skal de fremadrettet nok være lidt hårdere ved erhvervskunderne. På privatsiden vil også kunne udføre samme strategi, men da disse udlån er mindre, har de ikke samme effekt, som erhverv ville have. Det skal dog nævnes at de private kunder, som oftest vil have

lettere ved at skifte bank, hvis de mener at kravene til dem og deres økonomi, bliver for krævende, hvorfor det alligevel ikke helt vil kunne overføres på samme måde. Men en forbedring af sikkerheder, uanset segment, vil stadig have en positiv påvirkning af deres likviditetspejlemærke.

7.6.5. Opsamling på den kreditmæssige påvirkning

Ser vi samlet set på deres risikoappetit i dag, skriver de begge i deres regnskaber og risikoreporter at de har en fornuftig tilgang til det - de ønsker kun nye kunder med en god bonitet. Men DJS skriver også at pris og risiko, skal hænge sammen og SPKS har fået et påbud fra Finanstilsynet, om at deres nye kunder, ligger i den lavere ende af deres risikoskala – derfor agerer de ikke helt efter egen politik. Derfor skal have et fælles fodslag på hvad de vil fremover, og så skal deres kommende kreditpolitik, der er en blanding af de nuværende, overholdes, for ikke at få "dårlige" kunder på bøgerne. Dette er også for at undgå at Finanstilsynet kommer på besøg alt for ofte i den fusionerede sparekasse.

Opsamlingen på kapitalforholdene i den fusionerede sparekasse, viser igen et billede af en fusion, som stiller parterne bedre sammen, end hver for sig. Deres samlede overdækning vil over tid stige til næsten det dobbelte, på trods af udbyttebetaling, på det ønskede niveau. Det gør at de vil kunne overholde alle fremtidige kendte kapitalkrav, og ligeledes præstere en overdækning, som ud fra vores opstillede kriterier, lever op til deres egne nuværende krav om overdækning på henholdsvis 2 og 5% - derfor formoder vi også at det anses for tilfredsstillende i den fusionerede sparekasse.

Tilsynsdiamanten, hvor der er taget udgangspunkt i sparekassernes nuværende individuelle tal, giver heller ikke anledning til nogen formodning om problemer ved en fusion. Her vil de komplementere hinanden fint.

8. Anbefaling

I vores arbejde for at komme frem til om vi vil anbefale en fusion mellem SPKS og DJS, har vi belyst de vigtigste punkter, både fra et økonomisk synspunkt, men ligeledes også taget hånd om de mere bløde værdier, som en del af interessenterne, også vil blive berørt af.

Det gør at vi er kommet frem til, at vi anbefaler en fusion mellem SPKS og DJS. Det gør vi på basis af at der kan opnås en række synergier, som efter små 2 år, kun vil bidrage med et plus på bundlinjen og vil være med til at give aktionærerne et bedre afkast af deres investering, dog forudsat med den risiko der naturligvis er ved antagelser frem i tid. Vi kan sige at en eventuel negativ påvirkning af samfundsøkonomien, som vil kunne mindske disse plusser, ligeledes vil ramme de to parter individuelt alligevel, og dermed formodentlig ville have haft en lignende påvirkning enkeltvis. Hvis der skulle opstå en krise, mener vi at de samlet, vil kunne stå stærkere i mod, i kraft af deres øgede størrelse og de ting, som følger med heraf.

Ligeledes findes en række positive synergier, som ej kan oplyses i kr./øre, men som er meget forenelige og kan skabe en god basis, for at menneskerne bag ved fusionen, også kan se sig selv fremadrettet i den fusionerede sparekasse, og derfor hurtigt opnår et ønske om at løfte denne fusion igennem bedst muligt.

9. Konklusion

I vores regnskabsanalyser for henholdsvis SPKS og DJS, kom vi frem til at ingen af dem har kritiske svaghestegn, som forventes at ville påvirke lysten fra modparten, til at indgå i en fusion. Begge sparekasser leverer tal, som viser en generel samlet positiv udvikling over en 5-årig periode. ROE niveauet ligger i samme flotte niveau på over 10%, hvorfor aktionæerne også vil få en smule sikkerhed i at modparten, også tidligere alene, har kunne levere et tilfredsstillende afkast.

De er begge udfordret på rentemarginalen, hvor DJS dog ligger en smule højere end SPKS. SPKS ønsker som en del af deres strategi, at øge andelen af erhverv, for at øge denne marginal. Her kan DJS være en positiv kraft i, at få det til at ske, dels fordi at de har en højere andel af erhverv i dag, men ligeledes også sidder på en række kompetencer på det segment. DJS har langt hen ad vejen, fået ryddet ud i nogle af deres erhvervsudlån, især på landbruget, hvor de har haft store udfordringer. De er ikke nået helt i mål, men når de to låneporteføljer samles, vil det alt andet lige også give en positiv effekt på fordelingen. Det vil formodentlig kunne spores i en lavere WACC fremadrettet, en højere ICGR og en bedre solvens.

Fusionen vil skabe en lang række synergier, som til dels sker på basis af omkostningsminimering. Der vil naturligvis blive skåret i den samlede medarbejderstab på flere områder, og det vil ligeledes løfte indtjeningen pr. medarbejder og indtjening pr. omkostningskrone. Ved en vurdering af potentiel upside på aktierne hver for sig, og samlet for den fusionerede sparekasse, ses en stor stigning, som også bevidner til at synergierne og de effekter en fusion forventes at have på en ny samlet resultatopgørelse, vil skabe et bedre fundament. Det er hermed et godt incitament for aktionæerne til at ville indgå i fusionen, og et break-even i år 2, anser vi ligeledes for tilfredsstillende.

Vi har vurderet på de vigtigste interessenter for fusionen, og heriblandt er bestyrelsen/direktionen, aktionæerne og medarbejderne. De anses alle for vigtige, da de har en stor interesse, betydning og magt for om fusionen går igennem, og/eller hvordan den efterfølgende håndteres og løftes til at blive en god proces, for alle parter. Det er vigtigt i starten at være observante på, at der ikke sidder medlemmer i den øverste ledelse, som allerførst varetager egne interesser, frem for at tage aktionærernes, altså ejernes, bedste interesser. Derfor er det vigtigt at synergierne og det økonomiske perspektiv, hurtigt i processen ligges på bordet og diskuteres, så det kan danne basis for de videre drøftelser om fx hovedsæde og ledelsesposter. Aktionæerne skal informeres rettidigt og tilpasset alt efter størrelse, og de helt store, skal have lov til at

komme med i processen, så tidligt som muligt. Medarbejderne har ikke så meget at sige om fusionen skal ske eller ej, men vil have en essentiel rolle, i at få fusionen udført bedst muligt. Det er dem, som står i første linje til kunderne, som ultimativt skal opfatte dette som en positiv oplevelse, da det ellers kan få den forventede output for fusionen til at bryde. Information er, også her, vejen frem, og det at medarbejderne føler sig værdsat og hørt undervejs, og at de kan se den fremtidige plan for sparekassen, vil gøre en stor forskel.

De to sparekassers ønskede kreditpolitik hver især, og fokus for at øge den nuværende udlånsportefølje, går godt hånd i hånd med deres nuværende risikoappetit og holdning til fremtidige kundeengagementer. Vi ser her igen et fornuftigt match, som vil kunne stå i mod Finanstilsynets, nok naturlige, vågende blik for sparekassen lige efter en fusion. De skal finde et samlet grundlag for kreditpolitikken, og samtidig vil de skulle kunne klare at stå på mål for de mere jævne besøg, henset til deres nu samlede større størrelse.

Kapitalforholdene for den fusionerede sparekasse er ligeledes analyseret, og her ses også en forventet positiv udvikling, der også vil kunne leve op til de kommende kendte kapitalkrav. Denne positive udvikling, er på trods af, at vi har medtaget at sparekassen fremadrettet i alle analyse år, vil udbetale et udbytte på 25% af årets resultat. Det tilgodeser ligeledes aktionærene, som ikke tidligere, altid har været vant til at få udbetalt udbytte.

Derfor konkluderer vi jf. ovenstående, at vi anser for fusionen mellem Sparekassen Sjælland-Fyn og Den Jyske Sparekasse, som værende en fornuftig beslutning både set ud fra et økonomisk, organisatorisk og strategisk perspektiv.

10. Litteraturliste

Andreasen, J. J., 2017. *Finansiel risikostyring*. s.l.:Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

BankTorvet, 2016. *Sparekasse*. [Online]
Available at: <http://www.banktorvet.dk/artikler/sparekasse>
[Senest hentet eller vist den 29 Januar 2020].

Damodaran, A., 2020. *Tools - Spreadsheets*. [Online]
Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Danmarks Statistik, 2019. *Højere inflation i Danmark - uændret i EU*. [Online]
Available at: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=27607>
[Senest hentet eller vist den 8 April 2020].

Danmarks Statistik, 2020. *MPK3: Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type*. [Online]
Available at:
<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>
[Senest hentet eller vist den 6 April 2020].

Den Jyske Sparekasse, 2018. *Årsregnskab*, s.l.: s.n.

Den Jyske Sparekasse, 2019. *Årsregnskab*, s.l.: s.n.

Den Jyske Sparekasse, 2020a. *Om Os*. [Online]
Available at: <https://www.djs.dk/om-os/>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Den Jyske Sparekasse, 2020b. *Værdigrundlag*. [Online]
Available at: <https://www.djs.dk/om-os/sparekassen/vaerdigrundlag/>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Den Jyske Sparekasse, 2020c. *Information om aktien*. [Online]
Available at: <https://www.djs.dk/investor-relations/aktionaer/>
[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Financial Times, 2020. *Sparekassen Sjælland-Fyn*. [Online]
Available at: <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=SPKSJF:CPH>
[Senest hentet eller vist den 6 April 2020].

Finans Danmark, 2020. *Institutter, filialer og ansatte*. [Online]
Available at: <https://finansdanmark.dk/toerre-tal/institutter-filialer-ansatte/>
[Senest hentet eller vist den 1 April 2020].

Finans Invest, 2018. *Etablering af mål for egenkapitalforrentning*. [Online]
Available at: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/57344082/caren_yinxia_nielsen_et_al_etablering_af_m_l_publishersversion.pdf
[Senest hentet eller vist den 29 Januar 2020].

Finansforbundet, 2020. *Overenskomst 2020*. [Online]

Available at: <https://www.finansforbundet.dk/da/OmFinansforbundet/Sider/OK2020.aspx>
[Senest hentet eller vist den 1 April 2020].

Finanstilsynet, 2020a. *Pengeinstitutters størrelsesgruppering*. [Online]

Available at: <https://www.finanstilsynet.dk/tal-og-fakta/statistik/statistik-om-sektoren/pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering>
[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Finanstilsynet, 2020b. *Tilsynsdiamanten for pengeinstitutter*. [Online]

Available at: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsdiamanten-for-pengeinstitutter>
[Senest hentet eller vist den 11 Marts 2020].

Finanswatch, 2017. *Sparekasse holder kunder i garantfængsel efter de dør*. [Online]

Available at: <https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article9288348.ece>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Finanswatch, 2018. *Flertal af banker mærker markant fremgang i gebyrindtægter*. [Online]

Available at: <https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article10938865.ece>
[Senest hentet eller vist den 11 Marts 2020].

Florentsen, B. B., Møller, M. & Parum, C., 2015. *Den Nordjyske Bankkrig*. s.l.:s.n.

Fyens Stiftstidende, 2017. *Eleven ville være chef: Sjællandsk-fynsk direktør fylder 50*. [Online]

Available at: <https://fyens.dk/artikel/eleven-ville-være-chef-sjællandsk-fynsk-direktør-fylder-50>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Fyns Amts Avis, 2019. *Sparekassen lukker Haarby-filial*. [Online]

Available at: <https://faa.dk/artikel/sparekassen-lukker-haarby-filial>
[Senest hentet eller vist den 26 Februar 2020].

Gup, B. E., 2005. *Commercial Banking: The Management of Risk*. 3. red. s.l.:John Wiley & Sons Inc.

Kromann Reumert, 2020. *Børsnotering: mere end blot kapitalfremskaffelse*. [Online]

Available at: <https://www.kromannreumert.com/Insights/2017/Boersnotering-mere-end-blot-kapitalfremskaffelse>
[Senest hentet eller vist den 11 Marts 2020].

Nationalbanken, 2012. *Negative renter*. [Online]

Available at:
<https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2012/09/negative%20renter.pdf>
[Senest hentet eller vist den 11 Marts 2020].

Nordea, 2018. *Sparekassen Sjælland-Fyn*. [Online]

Available at: https://nordeamarkets.com/wp-content/uploads/2018/09/Sparekassen-Sjaelland-Fyn_Commissioned_Research_100918_28344_14896_Dansk.pdf
[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Nordnet, 2019. *Danmarks bedste bankaktie 37 måneder senere*. [Online]

Available at: <https://blog.nordnet.dk/danmarks-bedste-bankaktie-37-maaneder-senere/>
[Senest hentet eller vist den 8 April 2020].

Nærpension, 2020. *Om os*. [Online]

Available at: <https://naerpension.dk/Om-os>

[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

PWC, 2016. *Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis*. [Online]

Available at: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

[Senest hentet eller vist den 6 April 2020].

Ringkjøbing Landbobank, 2020. *Politikker og oplysninger: Finanstilsynets redegørelser*. [Online]

Available at: <https://www.landbobanken.dk/ir/banken/politikker#finansstilsyn>

[Senest hentet eller vist den 7 April 2020].

Ritzau, 2019. *Forhøjelse af kravet til den kontracykliske kapitalbuffer i Danmark*. [Online]

Available at: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/forhojelse-af-kravet-til-den-kontracykliske-kapitalbuffer-for-danmark?publisherId=5540552&releaseld=13576440>

[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Simply Wall Street Pty Ltd., 2020b. *Den Jyske Sparekasse*. [Online]

Available at: <https://simplywall.st/stocks/dk/banks/cph-djs/den-jyske-sparekasse-shares>

[Senest hentet eller vist den 8 April 2020].

Simply Wall Street Pty Ltd., 2020a. *Sparekassen Sjælland-Fyn*. [Online]

Available at: <https://simplywall.st/stocks/dk/banks/cph-spksjf/sparekassen-sjaelland-fyn-shares#intrinsic-value>

[Senest hentet eller vist den 8 April 2020].

Sjællandske Nyheder, 2019. *Sparekasse lukker tre filialer*. [Online]

Available at: <https://sn.dk/Holbaek/Sparekasse-lukker-tre-filialer/artikel/861866>

[Senest hentet eller vist den 26 Februar 2020].

Skatteinform, 2020. *Satser for selskaber*. [Online]

Available at: <https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/>

[Senest hentet eller vist den 6 April 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018a. *Bemærkninger fra sparekassen til redegørelsen*. [Online]

Available at: <https://www.spks.dk/wps/wcm/connect/spks/751ccee9-d7f7-49c5-b578-750337ae880b/Redegørelse+om+inspektion+i+Sparekassen+Sjælland-Fyn.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mi3Rm-4>

[Senest hentet eller vist den 8 April 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018a. *Sparekassen Sjælland-Fyn - prospekt*. [Online]

Available at: <https://ml.globenewswire.com/Resource/Download/3c6b00fd-87ca-4ef5-8c94-a113ad32ad57>

[Senest hentet eller vist den 26 Februar 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2018. *Årsregnskab*, s.l.: s.n.

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2019. *Årsregnskab*, s.l.: s.n.

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020a. *Dit stærke lokale alternativ*. [Online]

Available at: <https://www.spks.dk/om/forretningsmodel#filialstrategi>

[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020b. *Forretningsmodel for Sparekassen Sjælland-Fyn*. [Online]
Available at: https://www.spks.dk/wps/wcm/connect/spks/4d03b21d-5cd9-4461-8a06-b0c728eb7301/Forretningsmodel+2019_Final_RN.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mNSICKt
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020c. *Om Sparekassen: Sparekassen Sjælland-Fyn Fonden*. [Online]
Available at: <https://www.spks.dk/om/fonden>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020d. *NYE VEJE*. [Online]
Available at: <https://www.spks.dk/om/strategi>
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020e. *Investor Relations*. [Online]
Available at: <https://www.spks.dk/ir/aktien>
[Senest hentet eller vist den 4 Marts 2020].

Sydbank, 2019. *Årsregnskab*, s.l.: s.n.

Wikipedia, 2020. *Den Jyske Sparekasse*. [Online]
Available at: https://da.wikipedia.org/wiki/Den_Jyske_Sparekasse
[Senest hentet eller vist den 12 Februar 2020].

11. Oversigt over bilag

Bilag 1: Excel ark, med følgende faner:

- SPKS Regnskabsanalyse
- SPKS Kapitalkrav
- DJS Regnskabsanalyse
- DJS Kapitalkrav
- SPKS Værdiansættelse
- DJS Værdiansættelse
- FS Synergier mv.
- FS Resultatopg. + kap.
- FS Værdiansættelse
- Tilsynsdiamant

Bilag 2: Lederløn, lønberegner fra <https://www.finansforbundet.dk/>

Bilag 3: Rådgiverløn, lønberegner fra <https://www.finansforbundet.dk/>

Bilag 4: Kassererløn, lønberegner fra <https://www.finansforbundet.dk/>