

Kapitalfonde i 2009/10

Årsskrift fra DVCA om god selskabsledelse i kapitalfonde



DVCA-begivenheder i 2009

Marts 2009

DVCA's mangeårige direktør Jakob Lyngsø afgår ved døden.

April 2009

Skattereformen brandbeskatter partnere i venture- og kapitalfonde via en særlov-givning, der rammer en snæver kreds af personer, der modtager såkaldt carry. Beskatningsreglerne bliver mere komplicerede for investorerne.

EU-Kommissionen fremlægger forslag om regulering af venture- og kapitalfonde. Det nye direktiv indeholder et væld af administrative byrder, som i sidste ende vil svække europæiske fonde i forhold til fonde i andre dele af verden.

Maj 2009

DVCA får ny direktør – Jannick Nytoft.

Juni 2009

DVCA offentliggør sit første årsskrift, der dokumenterer, at fondene både betaler skat, ansætter medarbejdere og fortsat har et højt afkast.

September 2009

Regeringen præsenterer sin erhvervspakke med 500 mio. kr. i venturekapital.

November 2009

Det svenske EU-formandskab fremlægger direktiv om regulering af bl.a. kapitalfonde, som ikke vedtages og udskydes til behandling af det spanske formandskab.

Det europæiske finanstilsyn CEIPOS præsenterer forslag i Solvency II-processen, som kraftigt forskelsbehandler noterede og unoterede aktiver.

Indhold

- 1 Forord
- 2 Kapitalfondes rammebetingelser
- 5 Status på retningslinjerne
- 8 Aktiviteter i fonde og virksomheder
- 16 Kapitalfonde og generationsskifte
- 18 Paneldebat

- Cases: Sådan arbejder man med private equity
- 26 Martin Jørgensen, Capidea
- 28 Thomas Schleicher, EQT
- 30 Jan Johan Kühn, Polaris

- 32 Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne

Kapitalfondes aktive ejerskab står stærkt

Gryende optimisme blandt kapitalfonde

For andet år i træk offentliggør DVCA sit årsskrift om god selskabsledelse i kapitalfonde. Afrapporteringen tager udgangspunkt i DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse i kapitalfonde fra 2008 – dengang de mest vidtgående af deres art, også internationalt. Offentliggørelsen sker i erkendelse af kapitalfondes voksende rolle i samfundet. Derfor ønsker vi en åben og faktabaseret dialog om kapitalfondes arbejde med deres interesser.

Oven på finanskrisen er der en gryende optimisme i den danske kapitalfundsbranche. DVCA spurgte for nylig til kapitalfondenes forretningsmæssige fremtidsforventninger. Her gav kapitalfondene udtryk for, at de vil øge deres investeringer i de kommende 12 måneder, samtidig med at de forventer at afhænde flere virksomheder. Kapitalfondene forventer et stigende afkast og har planer om at nedbringe gælden i deres porteføljevirkomheder. Sammenlignet med de forgangne 12 måneder oplever kapitalfondene endvidere, at bankerne er mere parate til at finansiere nyopkøb i branchen i dag. At vi vil se et stigende antal exits og børsnoteringer i 2010, er sidenhen blevet bekræftet.

Kapitalfonde slår børsen i værdiskabelse

Der er ingen tvivl om, at kapitalfondenes aktive ejerskab er en styrke. Senest har vi set, hvordan gamle, hæderkronede børsnoterede selskaber har trukket på kapitalfondenes kompetencer, når der skulle besættes nye bestyrelsesposter. I det forgangne år har flere internationale universitetsstudier vist styrken i det aktive ejerskab. Det mest omfattende studie til dato fra Münchens Tekniske Universitet har bl.a. vist, at kapitalfondene skaber 6% mere operationel værdi end sammenlignelige børsnoterede selskaber. Et andet universitetsstudie fra Harvard og Columbia University konkluderer, at det er meget svært at finde støtte for påstanden om, at økonomisk aktivitet i de virksomheder, der er i kapitalfondsejerskab, er mere udsat for makroøkonomiske chok. Undersøgelsen viser, at kapitalfonde i lang tid og i høj grad er i stand til at stabilisere økonomien.

Stærkt europæisk samarbejde

Derfor arbejder DVCA fortsat sammen med EVCA, der repræsenterer de europæiske fonde, på at minimere de betydelige administrative byrder, som det europæiske kapitalfondsdirektiv står til at påføre flere danske kapitalfonde.

Dette årsskrift indeholder for det første en vurdering af, hvordan kapitalfondene og deres porteføljevirkomheder har levet op til DVCA's retningslinjer i 2009. Dernæst beskriver vi, hvordan det gik de kapitalfondsejede porteføljevirkomheder. Slutteligt gengiver vi en paneldebat om kapitalfondenes fremtid med en række af branchens væsentligste aktører. Paneldebatten fandt sted på DVCA's topledskonference den 22. og 23. april 2010.

God læselyst.

København, 24. juni 2010

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Jannick Nytoft
Adm. direktør, DVCA



Bedre rammebetingelser giver bedre virksomheder

Anden rapportering fra DVCA

EU's kapitalfondsdirektiv bør ændres



DVCA's komite for god selskabsledelse i kapitalfonde

Erik Holst Jørgensen
Adm. direktør, Deloitte

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Lars Nørby Johansen
Bestyrelsesformand

Ordentlige rammebetingelser er en forudsætning for vækst; det gælder også kapitalfundsbranchen. Gennem det aktive ejerskab forbedrer kapitalfonde driften i selskaberne og skaber arbejdspladser i Danmark, hvilket dokumenteres i denne rapport. Men uden et "level playing field" – såvel i Danmark som internationalt – hæmmes muligheden for at skabe værdi til samfundet – og til investorerne – der i sidste ende ofte er almindelige pensionsopparere. Usikkerheden og ustabiliteten omkring den danske skattepolitik er eksempelvis en væsentlig faktor, som hæmmer dansk erhvervsliv, herunder kapitalfonde.

Det er vigtigt, at reguleringen af kapitalfonde i videst muligt omfang er international. Og når man internationalt laver denne regulering, bør det sikres, at kapitalfonde ikke stilles ringere end andre ejerformer som børsnoterede selskaber, statsfonde og større familieselskaber. Det bør Danmark kæmpe for i EU-regi af hensyn til vækst og beskæftigelse i Danmark og Europa.

Kapitalfonde i Danmark og resten af Europa vil, som det ser ud nu, blive ramt kraftigt af det nye AIFM-direktiv om investeringsforvaltere, når direktivet bliver udmøntet i dansk lovgivning om få år. Direktivet har desværre bred støtte i Folketinget, men bygger på afgørende misforståelser – navnlig ved at blande hedgefonde sammen med kapitalfonde. DVCA vil gerne slå fast, at:

Kapitalfonde er ikke hedgefonde!

Hedgefonde er store investeringsfælleskaber, hvor forvalterne køber og sælger børsnoterede aktiver med det formål at spekulere i prisændringer – oftest med meget kortsigtede investeringshorisonter. Hedgefondens påvirkning på prisdannelsen på alt lige fra guld til aktier og kakaobønner sikrer en effektiv prisdannelse. Men hedgefonde kan i kortere perioder bringe markedet ud af balance, hvis deres handlinger medfører, at alle investorer pludselig klumper sig sammen ved "nødudgangen". I så fald er hedgefonde med til at skabe flokadfærd, hvilket vil forstørre markedsudsvingene – til skade for andre spillere i markedet med mere langsigtede strategier.

Kapitalfonde foretager majoritetsinvesteringer i virksomheder med det formål at forbedre driftsindtjeningen inden for en ejerhorisont på 4–7 år. Alle involverede i både fonden og porteføljevirkomhedens ledelse har i øvrigt "hånden på kogepladen". Det vil sige, at går det godt, er der en gevinst, men det kan også give tab, hvis investeringen fejler. Det skaber en stærk og aktiv ledelsesmodel, hvor alle har samme interesser. Hedgefonde gør omvendt ikke noget for at øge værdien af det aktiv, de investerer i.

Så hvorfor skal kapital- og hedgefonde reguleres over samme læst? Kapitalfonde er fx ikke undtaget fra de dele af direktivet, der handler om risikovurdering af kapital- eller hedgefonden. Kapitalfonde vil fremover blive mødt med et krav fra EU om egenkapital på trods af, at det juridiske setup gør, at det reelt er investorerne, der ejer aktiverne i fonden. Det vidner om mangel på forståelse for modellen.

Samtidig fokuserer direktivet på indkomststrukturen i kapitalfonde. Baggrunden herfor er, at der før og under finanskrisen i fx banker har kunnet ses eksempler på, at enkeltpersoner i ledelsen har fået store bonusser op til en banks konkurs. Men indkomstfordelingen i en kapitalfond følger normalt en markedsstandard, og der er klare aftaler mellem fondens managementselskab og investorerne, hvor det bl.a. er sikret, at alle har samme interesser. Den eneste måde, der kan udbetales store gevinster på, er, ved at driften i selskaberne forbedres. Det er vanskeligt at forstå, at der skal lovgives mod det.

Kapitalfonde bidrager til økonomisk stabilitet

Et andet problematisk element i direktivet er, at kapitalfonde (og venturefonde) ikke ligestilles med andre investeringsselskaber, der lever af at købe, udvikle og sælge virksomheder. Eksempelvis er de såkaldte sovereign wealth funds (såsom de norske og arabiske olieforbehold), konglomerater og statsejede investeringsselskaber undtaget fra direktivet. Det er besynderligt, fordi direktivet stiller store krav til kommunikationen i forbindelse med køb af en virksomhed. Hvorfor skal det kun gælde kapitalfonde?

I Europaparlamentets kommentarer til direktivet er det indikeret, at ejerskabsgrænsen for, hvornår en venture- eller kapitalfond skal give fortrolige oplysninger – eksempelvis om nye produkter – kan ligge så lavt som 10%. For det andet rammes selv små virksomheder af reglerne, idet grænsen for, hvornår en virksomhed er undtaget, foreslås sat til 50 ansatte. Det betyder, at en fond, der foretager en minoritetsinvestering i et selskab, kan blive en uønsket investor for virksomhedens øvrige investorer, for de ønsker i mange tilfælde ikke, at fortrolige oplysninger kommer ud. Derfor opfordrer vi EU til at opbløde reglerne, så vi undgår, at mange investeringer sættes i bero.

Danske kapitalfonde har forståelse for, at alle sten må vendes for at identificere mulige kilder til finansiel ustabilitet. Men alle undersøgelser – bl.a. fra den europæiske centralbank, ECB, og EU selv – har vist, at kapitalfonde ikke er årsag til finansiel ustabilitet, og i 2008 offentliggjorde LO en rapport, der slog fast, at medarbejdernes løn- og ansættelsesvilkår heller ikke er påvirket af, om virksomheder er kapitalfondsejede eller ej.

Senest har en undersøgelse af kapitalfonde offentliggjort i forbindelse med det ”økonomiske verdenstopmøde” i Davos, World Economic Forum, dokumenteret, at kapitalfonde virker stabiliserende på verdensøkonomien. Bag undersøgelsen står en række forskere fra Harvard og Columbia University. Konkret konkluderer forskerne på baggrund af ca. 14.000 virksomheder, som kapitalfonde har investeret i, at kapitalfonde er bedre til at skabe ekspanderende virksomheder i opgangstider og markant bedre til at holde på medarbejderne i nedgangstider sammenlignet med andre ejerformer. Kort sagt: Kapitalfonde er en solid værdiskaber.

Solvency II-direktivet: god idé – dårlig udførelse

Solvency II-direktivet er pensions- og forsikringsselskabernes nye europæiske grundlov på investeringssiden. Grundlæggende er ideen med reglerne nyskabende og fornuftige. Med Solvency II ændres reguleringens fokus fra at være regelbaseret til at være risikobaseret. Det er en god udvikling. Det er eksempelvis for ufleksibelt at have en regel om, at pensions- og forsikringsselskaber i Danmark kun må have 10% af deres investeringer i unoterede aktiver, for dermed tages ikke højde for investeringernes risiko. Nogle unoterede aktiver kan være meget risikofyldte (hedgefonde), mens andre har en betydelig lavere risiko (kapitalfonde). Vi vil derfor gerne kvittere for, at VK-regeringen ifølge sit arbejdsprogram vil se på grænserne for de unoterede investeringer. EU giver mulighed for, at pensionskasser kan investere op til 30% i unoterede aktiver.

På nuværende tidspunkt er de nye Solvency II-regler begyndt at materialisere sig. De vil, hvis det nuværende europæiske udkast til regler bliver endelige, medføre en betydelig reduktion af pensionskassers og forsikringsselskabers investeringer i kapitalfonde (og venturefonde). Det skyldes, at pensions- og forsikringsselskabers investeringer i kapitalfonde fejlagtigt er kategoriseret som højrisikoinvesteringer.

Vores erfaring og stresstest fra EVCA tilsiger imidlertid det modsatte. Kun ganske få kapitalfondsejede virksomheder er i de forløbne 24 måneder gået konkurs, mens

Skattereformen – ingen roser uden torne

DVCA opfordrer regeringen til at sikre, at de mellemholdingselskaber, der ejer et porteføljeselskab 100%, ikke ifalder beskatning af udbytter og avancer.

Carried interest er den indtægt, investeringsmedarbejdere i en kapitalfond tjener, hvis de har skabt ekstra store værdier til deres investorer.

mange børsnoterede og familieejede selskaber har været ude i et massivt stormvejr. DVCA vil derfor arbejde sammen med vores europæiske brancheforening EVCA for, at reguleringen mildnes, så pensions- og forsikringselskaber ikke afskæres fra at investere bedst muligt.

Skattereformen er samlet set et stort skridt fremad for Vækstdanmark. Skattereformens vigtigste gevinst er, at der nu for alvor gives et incitament til at gøre en ekstra indsats. Det er umådeligt vigtigt for langsigtet dansk vækst. Set ud fra det perspektiv er skattereformen en ubetinget succeshistorie, og det kvitterer vi gerne for i DVCA. Desværre har roserne også nogle ret kraftige torne for kapitalfonde i Danmark.

Vilkårlig beskatning af mellemholdingselskaber

Med skattereformen blev der også indført regler, hvorefter skattemyndighederne kunne "se igennem" de holdingselskaber, der ligger mellem selve kapitalfonden og porteføljeselskabet. Holdingselskaberne kan ikke likvideres, da disse selskaber udgør en del af finansieringsstrukturen ved køb af en virksomhed. Derudover er mellemholdingselskaberne tillige skudt ind for at sikre, at porteføljeselskabets økonomi sondres fra investeringsselskabets økonomi, når porteføljeselskabet sælges.

Med de nye regler i skattereformen kan kapitalfondens investorer risikere at ifalde beskatning hver eneste gang, der udbetales udbytte fra porteføljeselskabet til det mellemliggende holdingselskab for at servicere selskabets gæld. Det er helt urimeligt – der går ikke en krone til investorerne, men de ifalder beskatning alligevel.

Derfor opfordrer vi regeringen til at sikre, at de mellemholdingselskaber, der ejer et porteføljeselskab 100%, ikke ifalder beskatning af udbytter og avancer.

Carried interest-beskatning

Med skattereformen blev det besluttet at beskatte venture- og kapitalfondspartners carried interest (carry) som personskat og ikke som hidtil efter reglerne om beskatning af aktieavance. Det er en forkert vej at gå. Carried interest er den indtægt, investeringsmedarbejdere i en kapitalfond tjener, hvis de har skabt ekstra store værdier til deres investorer.

Og det er et uforventeligt krav fra fx pensionskasser, at kapitalfondspartnere og andre centrale beslutningstagere medinvesterer i kapitalfonden sammen med investorerne. Dette er den ultimative test på, at kapitalfondspartnerne tror på deres forretningside. Imidlertid har kapitalfondspartnere hverken samme formue eller diversifikation som investorerne, da de kun investerer i én kapitalfond ad gangen. Og partnerne får først deres afkast, efter at investorerne har fået deres afkast. Det kan være op til 10–13 år efter, at aftalen blev underskrevet.

Krone for krone er kapitalfondspartners investering derfor mere risikofyldt end institutionelle investorer. Og lige netop derfor er det en investering og ikke kun en arbejdsindsats, sådan som det er udtrykt i skattereformen. Beskatningen vil hæmme kapitalfondens evne til at tiltrække og fastholde kvalificerede investeringsmedarbejdere, og derfor opfordrer DVCA regeringen til at afskaffe beskatningen igen.

DVCA's retningslinjer: rapport fra komiteen for god selskabsledelse i kapitalfonde

Overholdelse på kapitalfunds niveau

Den samlede efterlevelse af retningslinjerne er steget fra 57% i 2008 til 70% i 2009.

I lighed med sidste år er otte danske kapitalfonde fuldt omfattet af DVCA's retningslinjer for god selskabsledelse og aktivt ejerskab. Derudover er 11 internationale fonde delvist omfattet af retningslinjerne.

Kontrollen med overholdelse af retningslinjerne på fonds niveau har omfattet en gennemgang af de danske kapitalfondes hjemmesider med henblik på at vurdere, hvorvidt de 16 elementer i anbefalingerne til information på kapitalfondens hjemmeside er opfyldt. Gennemgangen viste, at stort set alle informationer var tilgængelige på de danske kapitalfondes hjemmesider pr. 1. juni 2010.

Derudover har kapitalfondene foretaget en selvevaluering af, hvordan retningslinjernes krav til kommunikation med interessenter ved køb og salg af virksomheden, til kommunikation med investorerne samt relationer til industrielt netværk er efterlevet. Resultatet heraf er positivt, idet fondene vurderer, at de i meget høj grad har levet op til retningslinjerne.

En enkelt kapitalfond, Odin Equity Partners, har på enkelte områder ikke levet op til retningslinjernes anbefalinger.

Tabel 1. Oversigt over fondenes overholdelse af DVCA's retningslinjer

Retningslinjer på kapitalfunds niveau	Overholdelse
1. Bekræftelse af, at man følger comply or explain-princippet i forbindelse med disse retningslinjer.	Ja
2. Redegørelse for, i hvilket omfang kapitalfonden afviger fra disse retningslinjer, med en begrundelse for den pågældende afvigelse.	Ja
3. Beskrivelse af fondens historie og oprindelse.	Ja
4. Beskrivelse af fondens ledelse og organisation, inkl. General Partners og bestyrelse på personniveau, hvoraf det fremgår, hvilke væsentlige bestyrelsesposter og øvrige hverv de enkelte besidder.	Ja
5. Mulighed for at downloade managementselskabets regnskab.	Delvist – 1 kapitalfond ønsker ikke at offentliggøre
6. I det omfang, at carried interest-programmet for General Partners afviger væsentligt fra det markedskonforme, skal der gives en overordnet beskrivelse af programmet.	Ja
7. Overordnet strategi for fonden, herunder beskrivelse af fondens arbejds metode samt strategi for udvikling af virksomheder, eksempelvis fokusering, omstrukturering eller ekspansion mv.	Ja
8. Politik for social ansvarlighed. Beskrivelse af fondens principper for social ansvarlighed i investeringspolitikken.	Ja
9. Investeringskriterier	
a. Fondens geografiske fokusområde	Ja
b. Fondens industrielle fokusområde	Ja
10. Investorerne fordelt på type og land. Opdelingen skal på type være efter andel pensionskasser, forsikringsselskaber, banker, funds of funds, industrielle investorer, SWF'er, private investorer mv. Landeopdelingen skal være Danmark, øvrige Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden.	Ja
11. En redegørelse for aktiver under forvaltning (assets under management).	Ja
12. Beskrivelse af fondens virksomheder med angivelse af:	
a. Geografisk placering (Danmark, øvrige Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden)	Ja
b. Branche (f.eks. landbrug, fødevarer, tekstil, kemisk, etc., jf. Danmarks Statistik)	Ja
c. Kontaktpersoner og henvisninger til virksomheders hjemmeside, nøgletal for virksomhederne	Ja
d. Eksempler på, hvordan fonden har skabt værdi i relation til dens investeringer	Ja
13. Årlig redegørelse på overordnet niveau om udviklingen i porteføljeselskaberne. Hvis væsentlige ændringer er indtruffet i porteføljeselskaber, redegøres der herfor.	Delvist – 1 fond lever ikke op til anbefalingen
14. Oversigt over afhændede investeringer fordelt på branche, fond og exit-år. Beskrivelse af, hvem virksomheden er solgt til.	Ja
15. Mulighed for at downloade en årsrapport fra porteføljeselskaberne (eventuelt som et link til porteføljeselskabets hjemmeside).	Delvist – 3 fonde lever ikke op til anbefalingen
16. Tilgængelig pressekontakt.	Ja



Overholdelse på virksomhedsniveau

Overordnet set er det komiteens konklusion, at de danske kapitalfonde – med enkelte undtagelser – har levet op til DVCA's retningslinjer.

Derudover har der med ganske få undtagelser været fuld overholdelse af retningslinjerne omkring indrapportering af nøgletal til DVCA.

Der er 42 virksomheder, som er omfattet af retningslinjerne. Derudover er der tre virksomheder, som frivilligt har valgt at efterleve retningslinjerne. Sidste år indgik 26 virksomheder i undersøgelsen, og datagrundlaget er dermed forbedret betydeligt. Alle virksomhederne har i modsætning til sidste år foretaget en selvevaluering af, hvorvidt de i den seneste årsrapport har efterlevet DVCA's retningslinjer.

Deloitte har foretaget en stikprøve på 26 virksomheder og kontrolleret, at virksomhedernes selvevaluering er i overensstemmelse med de aflagte årsrapporter, for at sikre, at selvevalueringen er korrekt og pålideligt udfyldt. Resultatet af stikprøven viser, at de indtastede svar i al væsentlighed er korrekte.

Årets undersøgelse viser, at den samlede efterlevelse af retningslinjerne er steget fra 57% i 2008 til 70% i 2009, hvilket komiteen betragter som en tilfredsstillende udvikling, dog med plads til yderligere forbedringer. Kvaliteten i rapporteringen varierer i lighed med sidste år i et vist omfang med fondsejerskabet.

Tabel 2. Overholdelse af retningslinjerne i porteføljeselskabernes årsrapporter

	2009	2008
Positivt nævnt i ledelsesberetningen, at selskabet er omfattet af retningslinjerne	73%	63%
Hensvisning i ledelsesberetningen til DVCA's hjemmeside	44%	19%
Årsrapport tilgængelig på virksomhedens hjemmeside efter offentliggørelsen	66%	30%
Omtale af økonomisk udvikling i forhold til strategi	82%	83%
Redegørelse for ejer- og kapitalstruktur	85%	77%
Oplysning om finansielle og øvrige risici vedrørende kapitalstruktur	78%	69%
Redegørelse for miljøforhold og klimaforhold	76%	59%
Medarbejderforhold	52%	54%

Note: Procenten angiver, hvor stor en andel af de udvalgte selskaber der opfylder retningslinjerne.



Deloitte har foretaget en stikprøve på 26 virksomheder og kontrolleret, at virksomhedernes selvevaluering er i overensstemmelse med de aflagte årsrapporter. Resultatet af stikprøven viser, at de indtastede svar i al væsentlighed er korrekte.

I forbindelse med gennemgangen af ledelsesberetningerne er nedenfor specificeret, i hvilket omfang de kapitalfondsejede selskaber lever op til retningslinjernes krav om oplysninger om corporate governance i årsrapporterne for henholdsvis 2008 og 2009. Den samlede overholdelse af anbefalingerne til oplysninger om corporate governance i årsrapporterne blev forbedret fra 61% i 2008 til 72% i 2009.

Tabel 3. Overholdelse af oplysninger om corporate governance i porteføljeselskabernes årsrapporter

	2009	2008
Hvilken kapitalfond der ejer virksomheden og med hvilken ejerandel	85%	65%
Hvilke(n) partner(e) hos kapitalfonden der repræsenterer fonden(e) i den pågældende virksomhed	78%	50%
Hvem de enkelte medlemmer i bestyrelsen er indstillet af	63%	48%
Kapitalstruktur (f.eks. opdeling i aktieklasser mv.)	76%	74%
Generalforsamling (særlige bestemmelser i vedtægter om bestyrelsens beføjelser/bemyndigelser til udlodning mv.)	73%	67%
Interessenter (angivelse af, hvem der er virksomhedens primære interessenter, og hvad ledelsen gør for at imødekomme disse)	61%	44%
Bestyrelsens arbejde (antal bestyrelsesmøder, brug af bestyrelsesudvalg mv.)	76%	56%
Direktionens og bestyrelsens aktuelle vederlag	68%	74%
Bestyrelsens og direktionens direkte aktiebeholdning som samlede grupper, hvis den overstiger 5% på balancedagen	71%	70%

Note: Procenten angiver, hvor stor en andel af de udvalgte selskaber der opfylder retningslinjerne.

Fremdrift på trods af hårde tider

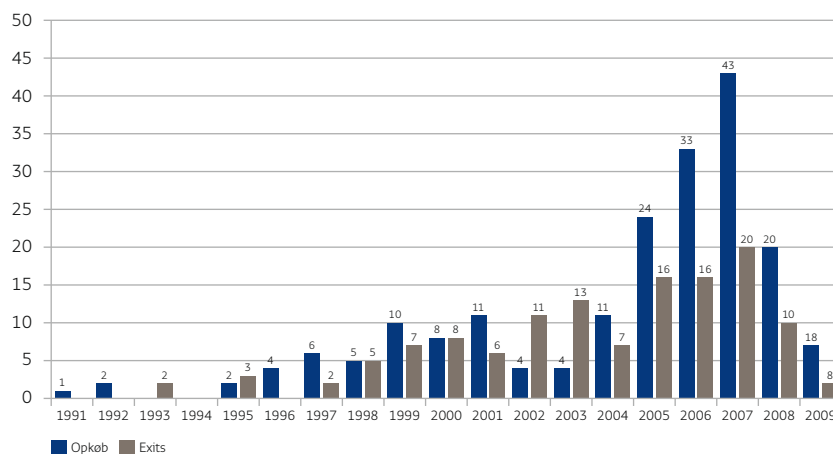
Endnu et krævende år for kapitalfonde

I 2009 var verdensøkonomien tæt på sammenbrud, men koordinerede aktioner fra regeringer og centralbanker gjorde, at økonomien fik det bedre i løbet af anden halvdel af 2009. Siden har vi set de første spæde tegn på fremgang, men fra et meget lavt niveau. Ikke desto mindre faldt Danmarks BNP med 5,1% i 2009, hvilket er et historisk stort fald.

Den lavere aktivitet afspejlede sig også hos kapitalfondene i 2009, hvor der blev købt og solgt færre virksomheder end normalt – præcis som i resten af økonomien. Der foregår fortsat en tilpasningsproces, hvor købere og sælgere af virksomheder primært skal tætte på hinanden. Det betyder, at en stor del af arbejdet i fondene har koncentreret sig om at forbedre den løbende drift, hvilket vi senere i dette afsnit vil belyse nærmere med en række spændende nøgletal og benchmarks, som giver en indikation af, at dette arbejde har båret frugt.

Men noget tyder på, at markedet for virksomhedshandler er på vej til at åbne op igen. Det vidner børsnoteringen af Chr. Hansen om, der på trods af finansiell uro på grund af statsgældskrisen i en række eurolande blev gennemført i løbet af forsommeren 2010 med et flot resultat. Det skaber forhåbninger om yderligere børsnoteringer og frasalg i løbet af de næste 6–12 måneder.

Fig. 1. Antal opkøb og exits foretaget af kapitalfonde i Danmark 1991–2009



Note: Baseret på tal fra DVCA. I opgørelsen medtages ikke investeringer i minoritetsandele foretaget af Dansk Kapitalanlæg, Erhvervsinvest Nord, Industri Udvikling, Jysk-Fynsk Kapital og SR Private Brands. Af den årsag stemmer ovenstående opgørelse ikke med oversigten på side 15.

På trods af det volatile marked har der været et par markante exits i løbet af 2009. Et godt eksempel er offshorevirksomheden A2Sea, som Dansk Kapitalanlæg og LD Invest Equity solgte til DONG Energy, og CVC's salg af sin aktieandel i Post Danmark til staten efter en vellykket turnaround.

På trods af det volatile marked har der været et par markante exits i løbet af 2009. Et godt eksempel er offshorevirksomheden A2Sea, som Dansk Kapitalanlæg og LD Invest Equity solgte til DONG Energy, og CVC's salg af sin aktieandel i Post Danmark til staten efter en vellykket turnaround.

På opkøbsiden har vi i 2009 set Polaris' køb af tre rengøringsvirksomheder, som efterfølgende er lagt sammen og er blevet til Alliance+, det Axcel-ejede IDdesigns køb af Ilva samt EQT's køb af it-virksomheden KMD. I 2010 har EQT yderligere købt Kommunekemi, og endelig skal det nævnes, at Executive Capital har købt konsumt-virksomheden Paradis Is. Den fulde aktivitetsoversigt findes på side 15.

DVCA har i år aftalt med Vækstfonden, at DVCA med bistand fra Deloitte overtager ansvaret for at udarbejde den årlige oversigt over tilsagt kapital til kapitalfonde. Det

I 2009 rejste Polaris Private Equity en ny fond – Polaris III, der endte med at få et samlet tilsagn på ca. 2,7 mia. kr. Det er et meget højt beløb i lyset af de vanskelige vilkår for investering i fonde i øjeblikket.

Tilsagt kapital:
ny metode for 2009

Tabel 4. Samlet købspris for kapitalfondsejede selskaber

Mia. kr.	Før 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	19,878	6,169	131,730	6,280	14,964	5,232	4,084

sker i tilknytning til det arbejde, Deloitte i forvejen udfører for DVCA i forbindelse med at frembringe oplysningerne til denne rapport.

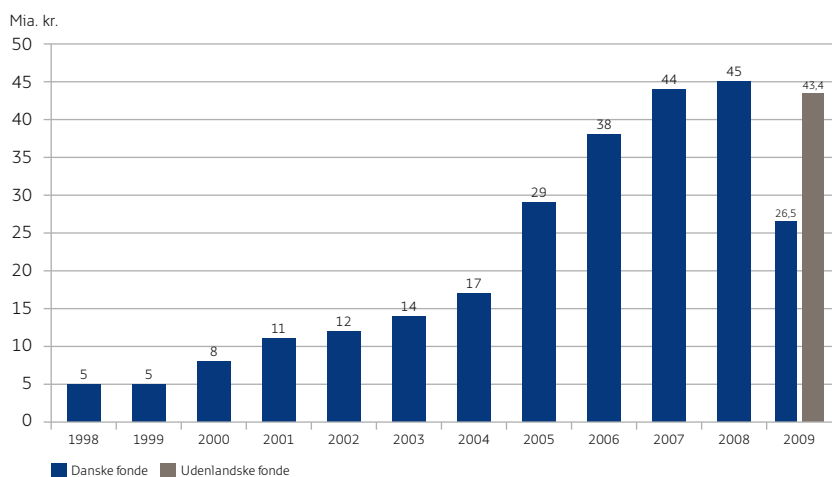
På den baggrund er den metode, hvorpå den tilsagte kapital opgøres, ændret. For så vidt angår danske fonde er der ikke nogen ændringer i metoden. Den tilsagte kapital opgøres ved at se på de aktive fonde. Eksempelvis har Polaris rejst tre fonde, men kun de to sidst rejste fonde er fortsat aktive. Derfor medregnes Polaris' første fond ikke i denne oversigt.

For de udenlandske fonde sker der en væsentlig ændring. Hidtil har Vækstfonden vurderet fondene ud fra, hvor meget de har investeret i Danmark nu, og hvor meget de vurderes at ville investere i fremtiden. Dermed tæller TDC ikke med, fordi den betragtes som en enkeltstående investering, der næppe vil gentage sig. DVCA vil fremover kun medregne alle aktive investeringer og ud fra fondenes indberetninger opgøre, hvor meget egenkapital fondene har skudt ind i de enkelte selskaber.

I 2009 rejste Polaris Private Equity en ny fond, Polaris III, der endte med at få et samlet tilsagn på ca. 2,7 mia. kr. Det er et meget højt beløb i lyset af de vanskelige vilkår for investering i fonde i øjeblikket. Tilsvarende er Axcel i gang med at rejse sin fond IV, der forventes at blive på ca. 3 mia. kr. Denne fond forventes endeligt på plads i løbet af 1. kvartal 2011. Så på trods af, at Polaris' første fond er afviklet, vurderes det, at den tilsagte kapital til danske fonde steg fra 2008 til 2009.

Den tilsagte kapital til fonde, der opererer i Danmark, var i 2009 på i alt 69,9 mia. kr. Det meget store beløb skyldes, at udenlandske fonde i høj grad opererer i Danmark og via deres omfattende kapitalberedskab har mulighed for at investere i selskaber, der ligger langt ud over, hvad danske fonde har mulighed for.

Fig. 2. Tilsagt kapital til kapitalfonde i Danmark 1998–2009



Note: Det er ikke muligt at opgøre den tilsagte kapital for udenlandske fonde, da disse normalt trækker på fonde, der opererer i flere lande. Vækstfonden har tidligere skønnet tilsagnet ved at vurdere, hvad udenlandske fonde fremover vil investere i Danmark baseret på deres tidligere investeringer. Dermed var TDC og Chr. Hansen ikke medtaget. Det er de i DVCA's nye opgørelse.

Indrapportering af data til DVCA

DVCA har valgt at bruge industriselskaberne i Midcap-indekset som sammenligningsgrundlag, da de ligger tættest på de kapitalfondsejede selskaber, hvad størrelse angår. I gennemsnit omsætter disse Midcap-selskaber for godt 3 mia. kr., mens de kapitalfondsejede selskaber omsætter for lidt over 4 mia. kr.

I henhold til DVCA's retningslinjer har alle fonde og porteføljeselskaber indrapporteret forskellige oplysninger til DVCA. Det drejer sig primært om allerede offentliggjorte regnskabsoplysninger, men også oplysninger, der ligger ud over de almindelige regnskabsoplysninger, er i et vist omfang en del af indrapporteringen.

Da fristen for indlevering af regnskaber er den 31. maj 2010, og denne rapport offentliggøres tre uger efter, den 24. juni, er det en meget tidspresset proces at indhente og konsolidere disse regnskabsoplysninger. Det sker via systemet Deloitte Online, som er et onlineindrapporteringssystem, som alle medlemmer af DVCA og deres virksomheder anvender.

For at sætte de kapitalfondsejede selskabers præstationer i perspektiv, er det nødvendigt at have et sammenligningsgrundlag. Men spørgsmålet er, hvilke oplysninger man kan sammenligne resultaterne med?

En mulighed er at anvende nationalregnskabsdata som en overordnet strømpil for udviklingen i den private sektor. Nationalregnskabet er sektoropdelt, hvilket betyder, at man kan se specifikt på de brancher, som de kapitalfondsejede selskaber også befinder sig inden for – som navnlig er industri, handel og service. Det er imidlertid ikke et entydigt, konsistent sammenligningsgrundlag, fordi nationalregnskabet's sektoropdeling er baseret på fremskrivninger og overordnede indikatorer.

En anden mulighed er at undersøge udviklingen blandt de børsnoterede selskaber, der alle har offentliggjort deres regnskaber i starten af 2010, hvis de vel at mærke ikke har skævt regnskabsår. Derfor har vi også brugt disse selskaber som sammenligningsgrundlag. Men hvilke selskaber er bedst at sammenligne med? Der findes forskellige aktieindeks – C20-, Largecap- og Midcap-indekset.

DVCA har valgt at bruge industriselskaberne i Midcap-indekset som sammenligningsgrundlag, da de ligger tættest på de kapitalfondsejede selskaber, hvad størrelse angår. I gennemsnit omsætter disse Midcap-selskaber for godt 3 mia. kr., mens de kapitalfondsejede selskaber omsætter for lidt over 4 mia. kr. Til sammenligning er den gennemsnitlige omsætning i C20-selskaberne på over 30 mia. kr.

For at sammenligne udviklingen i selskabernes nettoomsætning har vi endvidere anvendt Danmarks Statistiks omsætningstal, som bl.a. er baseret på momsstatistikken, jf. noten til nedenstående tabel.

Tabel 5. Nettoomsætning i kapitalfondsejede selskaber

Mia. kr.	Inkl. TDC, ISS og Wrist-gruppen			Ekskl. TDC, ISS og Wrist-gruppen		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Nettoomsætning	191	209	133	57	58	30
Heraf i Danmark	63	67	42	28	28	13
Organisk vækst i mia. kr.	-19	18	3	-2,7	2,6	2,1
Organisk vækst	-8,9%	8,5%	-	-4,5%	10%	-
Omsætningsvækst i Midcap-selskaber	-12,2%	13,8%	-	-12,2%	13,8%	-
Omsætningsvækst i den private sektor	-15,6%	4,3%	-	-15,6%	4,3%	-

Note: Den organiske vækst er beregnet på baggrund af udviklingen i de selskaber, som både har indrapporteret regnskabsoplysninger for indeværende og forrige regnskabsår. Det var ikke alle virksomheder, som havde indrapporteret data for 2007, hvorfor tallene for nettoomsætning for 2007 og 2008 ikke umiddelbart er sammenlignelige.

Tabel 6. Indtjening i kapitalfondsejede selskaber

	Inkl. TDC, ISS og Wrist-gruppen			Ekskl. TDC, ISS og Wrist-gruppen		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
EBIT i mia. kr.	11,5	9,7	13,3	4,7	4,0	1,6
EBIT-margin	6,0%	4,6%	10,0%	8,2%	6,9%	5,4%
EBIT-margin i Midcap-industriselskaber	3,4%	4,4%	7,3%	3,4%	4,4%	7,3%

Note: EBIT-marginen er beregnet på baggrund af udviklingen i de selskaber, som både har indrapporteret regnskabsoplysninger for indeværende og forrige regnskabsår. Det var ikke alle virksomheder, som havde indrapporteret data for 2007, hvorfor tallene for EBIT for 2007 og 2008 ikke umiddelbart er sammenlignelige.

Kapitalfondsejede selskaber har tabt langt mindre topinjevækst end andre selskaber.

Nettoomsætningen i kapitalfondsejede selskaber faldt i 2009 til 191 mia. kr., svarende til et organisk fald på ca. 9%. En del af forklaringen er den generelle tilbagegang i økonomien, men også, at Wrist-gruppens omsætning faldt med knap 15 mia. kr. I de øvrige selskaber, dvs. eksklusive TDC, ISS og Wrist-gruppen, er den organiske vækst også negativ, men dog kun 4,5%.

For at sammenligne med den øvrige del af økonomien har vi set på omsætningsudviklingen i Midcap-indekset. Det viser sig, at disse selskaber har tabt over 12% i omsætning. På tilsvarende vis var omsætningstab i den private sektor set under ét på 15,6%, så det kan konkluderes, at kapitalfondsejede selskaber har tabt langt mindre topinjevækst end andre selskaber.

På trods af de særdeles hårde markedsforhold i 2009 har kapitalfondsejede selskaber opnået en EBIT-margin på 6%. Og ser man bort fra TDC, ISS og Wrist-gruppen, så var EBIT-marginen på 8,2%.

Sammenligner man med EBIT-marginen blandt Midcap-selskaber, var den på 3,4%, og som det ses af tabellen, har kapitalfondsejede selskaber ligget over de børsnoterede i alle tre år, som vi har observationer for.

Kapitalfondsejede selskaber har klaret sig godt under denne vanskelige periode. Det aktive ejerskab har vist sin værdi.

Ideelt set skulle man sammenligne identiske virksomheder – dvs. for hvert kapitalfondsejet selskab skulle man finde en tilsvarende virksomhed med et andet ejerskab. En sådan analyse blev for nylig gennemført af Münchens Tekniske Universitet og Capital Dynamics på baggrund af data fra 1989 til 2006 og viste, at kapitalfondsejede selskaber giver et signifikant større afkast end børsnoterede selskaber.

Derfor kan man konkludere, at kapitalfondsejede selskaber har klaret sig godt under denne vanskelige periode, og at det aktive ejerskab har vist sin værdi.

Tabel 7. Udbytte og investeret kapital i kapitalfondsejede selskaber

Mio. kr.	2009	2008	2007
Modtaget udbytte	102	178	2
Investeret kapital	1.074	455	327

Note: Investeringerne i den private sektor er taget fra Danmarks Statistiks nationalregnskab (selskaber).



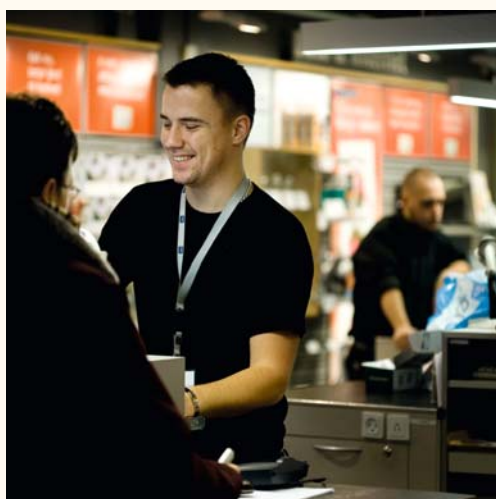
Chr. Hansen – succes på Børsen

En lang børstørke blev brudt, da Chr. Hansen i juni 2010 blev den første større børsnotering i fem år. Den verdensførende ingrediensvirksomhed med den venlige bakterie var blevet mere fokuseret som følge af kapitalfonden PAI's aktive ejerskab. Det private ejerskab gav bl.a. mulighed for en friere kommunikation med medarbejderne samt et sigte, der var længere end til næste kvartalsregnskab. I 2005 købte PAI Chr. Hansen for 8,1 mia. kr., og ved børsintroduktionen i juni 2010 havde virksomheden en markedsværdi på 12,4 mia. kr. samt et nettoprovenu på 3,2 mia. kr.



Frösunda AB – udvikling og exit

Kodeordene i Polaris Privat Equitys succesrige investering i Frösunda er strategiske opkøb, tilførsel af kompetencer i bestyrelsen og systematiske forbedringer af såvel produkter som interne arbejdsrutiner. Inden for blot tre år har virksomheden opnået en førende position på det svenske marked for personlig assistance, private botilbud og aktiviteter for mennesker med nedsat fysisk eller mental funktionsevne. Frösunda har haft en organisk vækst på 11%, og omsætningen er mere end fordoblet fra SEK 820 mio. i 2007 til forventet SEK 1,8 mia. i 2010. I maj 2010 solgte Polaris Frösunda til den britiske investor HgCapital.



TDC – stærkere og mere fokuseret

Det er 4 1/2 år siden, de fem fonde Apax, Blackstone, Kohlberg Kravis Roberts, Permira og Providence bød på TDC. Sigtet var at skabe strategisk fokus gennem frasalg og at effektivisere selskabet. Købet vakte i sin tid stor opsigt, men siden er TDC gået fra at være et af de svageste selskaber i Europa målt på indtjening til at være et af de bedste.

Målet er at gøre TDC til det stærkeste teleselskab i Europa i 2012, at fastholde positionen som markedsleder på alle områder og fortsat investere i innovation og udvikling inden for både produkter og teknologi. Denne satsning understreges af, at TDC har investeret sammenlagt 15 mia. kr. i den periode, selskabet har været ejet af kapitalfonde.

TDC har i dag en meget stærk ledelse og omsatte i 2009 for 35,9 mia. kr. Nettoresultatet blev på 2,4 mia. kr.

Det er afgørende for kapitalfonde, at de virksomheder, der er i porteføljen, er sunde og stærke. Derfor kan der være behov for at investere ny kapital i selskaberne, for at de kan udvikle sig i den ønskede retning. I 2008 har fondene tilsammen investeret over 1 mia. kr. i deres selskaber, mens de kun har modtaget 102 mio. kr. i udbytte.

Tabel 8. Beskæftigelse i kapitalfondsejede selskaber

	Inkl. TDC, ISS og Falck			Ekskl. TDC, ISS og Falck		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Ansatte i alt (1.000)	549	538	485	50	51	30
Gns. antal ansatte i Danmark (1.000)	51	56	43	22	23	8
Beskæftigelsestilvækst (reguleret for tilgange)	-8,9%	-2,3%	-	-4,9%	1,7%	-
Beskæftigelsesvækst i den private sektor generelt	-5,2%	1,8%	-	-5,2%	1,8%	-

Note: Det skal bemærkes, at der mangler indberetninger for 2007. Det var ikke alle virksomheder, som havde indrapporteret data for 2007, hvorfor tallene for resultat før skat og aktuel skat for 2007 og 2008 ikke umiddelbart er sammenlignelige.

De godt 51.000 ansatte i kapitalfondsejede selskaber i Danmark udgør ca. 3% af den samlede beskæftigelse i den private sektor. Ser man på selskaberne under ét, har der været et fald i beskæftigelsen på 8,9%, mens faldet er på 4,9% i de øvrige kapitalfondsejede selskaber, hvilket svarer til faldet i den øvrige del af økonomien.

Tabel 9. Skattebetalinger i kapitalfondsejede selskaber

Mia. kr.	Inkl. TDC, ISS og Wrist-gruppen			Ekskl. TDC, ISS og Wrist-gruppen		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Resultat før skat	4,5	6,7	7,8	2,2	2,0	1,1
Aktuel skat	2,4	3,9	2,6	0,8	1,3	0,4
Skatteprocent	53,3	58,6	28,9	37,0	67,1	34,3
Samlet selskabsskatteprovenu	28,3	33,2	45,2			

Kilde: Selskabsskatteprovenuet er baseret på oplysninger fra Skatteministeriet.

Kapitalfondsejede selskaber betaler i høj grad skat

Kapitalfondsejede selskaber betalte 8,4% af det samlede selskabsskatteprovenu i 2009. Er det meget eller lidt?

Ser man på kapitalfondes andel af det samlede ordinære resultat for alle selskaber, var denne andel på 3,8%. Så kan man se på, hvor stor en andel de kapitalfondsejede selskaber udgjorde af den samlede private sektor målt på omsætning, og denne andel var på ca. 4,3%. Og endelig udgjorde beskæftigelsen i kapitalfondsejede selskaber 3,3% af den samlede beskæftigelse. Så uanset hvad man sammenligner med, må man konstatere, at kapitalfondsejede selskaber betaler betydelige summer i skat – og langt mere end andre selskaber.

Tabel 10 viser egenkapitalandelen i de kapitalfondsejede selskaber fra 2004 og frem til 2009. Egenkapitalandelen er i dag 51, hvilket afspejler, at det i dag fortsat er vanskeligt at lånefinansiere handler.

Tabel 10. Egenkapitalandel i kapitalfondsejede selskaber på købstidspunktet

%	Før 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009
		43	32	30	37	33	43
							51

Note: 2005-tal er inkl. TDC. Den gennemsnitlige egenkapitalandel er uvægtet.

Analyse af afkast i kapitalfondsejede selskaber

Afkastet i kapitalfonde målt på de realiserede investeringer har kun ændret sig marginalt i forhold til sidste år.

Denne analyse er foretaget af ATP-PEP på baggrund af rapportering fra de enkelte kapitalfonde (DVCA-medlemmer), som er blevet bedt om at levere afkastdata (cash flow) for alle de investeringer, der er realiseret efter 31. december 1999.

Datasættet inkluderer 597 investeringer foretaget af 11 kapitalfonde i perioden 1990–2006 og må antages at indeholde langt størstedelen af den samlede volumen på det danske marked inden for analysens fokusområde: investeringer realiseret efter 31. december 1999. Datasættet indeholder ikke ventureinvesteringer, men det har været op til de enkelte kapitalfonde at vurdere, hvilke transaktioner der på denne baggrund ikke blev medtaget i analysen. DVCA har imidlertid været i dialog med de enkelte fonde om, hvilke udvælgelseskriterier der skulle anvendes.

IRR er beregnet ved hjælp af to forskellige metoder:

1. En langpengestrøm, som følger de faktiske tidspunkter. Investeringstidspunkterne er dermed forskellige og varierer fra 1990 til 2006 (jf. ovenstående).
2. Alle investeringer antages at være foretaget på samme tidspunkt, »år 0«.

Tabel 11. Afkast i kapitalfondsejede selskaber

	2009	2008	2007
Metode 1	29,3%	29,5%	29,0%
Metode 2	34,3%	36,3%	37,0%

Dermed viser analysen, at afkastet i kapitalfonde målt på de realiserede investeringer kun har ændret sig marginalt i forhold til sidste år, hvis man vel at mærke anvender metode 2.

Selskab	Branche	Involveret kapitalfond	Omsætning på opkøbstidspunkt (mio. kr.)
Opkøb 2009			
P.R. Shipping	Transport og logistik	Odin Equity Partners	200
Ilva	Møbler	Axcel	700
Signal	Design og distribution af fritidstøj	Executive Capital	100
Alliance Clean & Care	Rengøring og service	Polaris	196
KMD	It-service, -udvikling og -løsninger	EQT, ATP	3.476
Kølving & Thaning	Rengøring og service	Polaris	250
SmallWorld by Marlip	Børne- og baby møbler	Executive Capital	28
Traen Gruppen	It-systemer til tilskudsstyring	Dansk Kapitalanlæg	-
Combilent	Komponenter til trådløse kommunikationsløsninger	Deltaq	-
Sonion (nu Pulse Medtech Group)	Komponenter til høreapparater	Altor	550
Bollerup Jensens Sæbefabrik	Produktion af glas og kemikalier til rengøring	Deltaq	50
Hjem Holding	Lavenergifærdighuse	Industri Udvikling	-
Renon Rengøring	Rengøring og service	Polaris	60
Schades	Papir og etiketter	Capidea	600
Skykon	Tårnløsninger og bladkomponenter til vindmølleindustrien	EQT	-
AtchikRealtime A/S	Software	LD Invest Equity	81
Solum A/S	Miljø og teknologi	LD Invest Equity	73
Jeka Fisk	Produktion af fiskeprodukter	Deltaq	200
Operail	Sikkerhedsydelse til jernbaner	Deltaq	55
Exits 2009			
Biva	Møbler	Dania Capital	360
Buksesnedkeren	Design og distribution af fritidstøj	Change Capital Partners	371
Danish Audio Holding A/S	Højtalerenheder	LD Invest Equity	-
A+	Data- og telekommunikation	LD Invest Equity	93
A2SEA	Opsætning af havvindmøller	LD og Dansk Kapitalanlæg	-
Weiss	Bioforbrændingsanlæg	Dansk Kapitalanlæg	-
Post Danmark	Postomdeling	CVC	11.255
Bodilsen	Møbler	EQT	817
DanFysik	Højteknologisk udstyr til medico-industrien	Dansk Kapitalanlæg	-
PhaseOneTrials	Kliniske lægemiddelfråvninger i fase I og II	Industri Udvikling	-
Plus Pack A/S	Emballage til fødevarer	LD Invest Equity	-
Jernstøberiet Dania A/S	Maskinformet rått og bearbejdet jernstøbegods	LD Invest Equity	-
Hammel Møbelfabrik	Møbler	Dania Capital	105
Meincke	Maskiner til bageindustrien	Industri Udvikling	223
M&J Industries	Forneddelere til affald	Dansk Kapitalanlæg	-
Opkøb 2010			
BioGasol	Udvikling og produktion af andengenerations-bioethanolanlæg	Fjord Capital Partners	-
Paradis Is	Produktion og salg til private af isprodukter	Executive Capital	100
Gram Equipment	Produktionsanlæg til isfremstilling	Procuritas	-
Union Engineering	Kulsyre- og CO ₂ -anlæg	Capidea	400
PBH A/S	Personlig pleje	LD Invest Equity	36
Kommunekemi	Indsamling og behandling af farligt affald	EQT Infrastructure	318
Exits 2010			
Calamus	Engroshandel – radio, tv og computere	Altaria	200
Dantec Dynamics A/S	Udstyr til præcisionsmålinger	LD Invest Equity	-
Kuben ejendomsadministration A/S (del af Kuben, omstruktureret)	Rådgivning, ejendomsadministration og boligprojektering og -salg	Dania Capital	-
Union Engineering	Kulsyre- og CO ₂ -anlæg	Industri Udvikling	-
Chr. Hansen	Ingredienser	PAI	3.500

Note: Opkøb og exits er angivet i kronologisk orden.

Nye koste kan gavne i familieejede virksomheder



Hvorfor fortjener familieejede virksomheder mere opmærksomhed?

Hvad er bedst for virksomheden?

Morten Bennedsen, der i dag er professor ved INSEAD, var i 2007 med til at afdække kapitalfondenes præstationer i DVCA's rapport om aktivt ejerskab, der blev udarbejdet i tilknytning til retningslinjerne.

Morten Bennedsen er også ekspert i familieejede selskaber og har analyseret dem ved at samkøre person- og virksomhedsregistre. Hvilken rolle spiller ledelsen for det familieejede selskab? Hvornår skal det familieejede selskab overveje at få tilført friskt blod? Og hvor mange virksomheder er reelt interessante for kapitalfonde?

Familieejerskab er den dominerende ejerskabsform såvel i Danmark som i de fleste andre lande. Men selvom gruppen af familievirksomheder inkluderer sværvægttere som Danfoss, Grundfos, LEGO og enkelte af de fondsejede virksomheder i øvrigt, så er langt størstedelen af familievirksomhederne små og mellemstore virksomheder.

Så hver dag blandes arbejds- og familieliv for omkring 52.000 virksomhedsdrivende familier, der er etableret enten som anparts- eller aktieselskab. Ud fra et økonomisk synspunkt er det afgørende at kigge på deres specifikke forhold. For det første fordi de gennem deres store antal leverer et markant bidrag til beskæftigelsen og produktionen i Danmark, men også fordi det er her, vi skal finde fremtidens vindere.

Godt halvdelen af de 52.000 familieejede virksomheder skal i løbet af de næste 10 år skifte ledelse og muligvis også ejerskab. Det kan vi se, for i disse virksomheder er direktøren mellem 55 og 65 år. For disse virksomheder kommer der et afgørende tidspunkt, hvor ejerlederen skal beslutte, hvordan han eller hun skal trække sig tilbage: Skal virksomheden sælges, eller skal den køres videre i familien? Er næste generation overhovedet interesseret i at overtage ledelsen og ansvaret – og er den egnet? Hvad er bedst for virksomheden – hvordan får man bedst muligt forløst potentialet?

Tidligere var der sjældent diskussion om, hvad der skulle ske, når ejerlederen skulle på pension. Var der en søn, så skulle han overtage, men i dag har tingene ændret sig. Det er ikke længere nogen naturlov, at virksomhedens ledelse skal gå i arv.

Det, vi kan se på vores tal, er, at mange familieejede virksomheder oplever problemer, når de skal igennem et generationsskifte.

Der viser sig en signifikant negativ effekt af at vælge et familiemedlem på virksomhedens fremtidige overskudsgrad. Generelt kan man sige, at virksomhedens resultater set over en bred kam kun bliver forbedret i de virksomheder, der vælger en direktør udefra. Faktisk viser de rå tal, at en virksomhed, der vælger en direktør fra familien, i gennemsnit taber ca. 2.000 kr. pr. mio. kr. i aktiver. Omvendt oplever virksomheder, der vælger en direktør udefra, et resultatforbedring på ca. 1%, svarende til 10.000 kr. pr. mio. kr. i aktiver. Det vil sige, at forskellen mellem at vælge en direktør indefra eller udefra i denne simple måling ligger på omkring 12.000 kr. pr. mio. kr. i aktiver.

Men der er betydelige forskelle på virksomhederne. I vores undersøgelser har vi sondret mellem virksomheder, der oplever høj vækst, har forholdsvis store F&U-omkostninger og mange højtuddannede ansatte. Navnlig denne type virksomheder vil vinde, hvis de får en ny direktør udefra. Den gennemsnitlige omkostning ved familietransition i alle virksomheder har vi beregnet til 7–8 procentpoint af det ordinære afkast. I virksomheder med høj vækst steg omkostningen til omkring 12 pro-



Hvad ligger der bag disse tal?

centpoint. Disse virksomheder skal operere fleksibelt og opdyrke nye markeder, og det kan tilsyneladende være svært at klare, hvis lederskabet går i arv.

Hvis virksomhederne derimod ikke har brug for at gennemføre større strategiske ændringer, så klarer de sig godt ved at lade ledelsen forblive i familien. Det er navnlig virksomheder, hvor den succesrige entreprenør har fundet en bæredygtig strategi, og virksomheden har en afgrænset niche.

Vi kan se, at der er slående forskelle mellem familiedirektører og direktører rekrutteret udefra, når vi fokuserer på de måske to væsentligste kompetencer: erfaring og uddannelse. Blandt familiedirektører har kun godt 15% tidligere erfaring som direktør, men blandt de udefra kommende er det godt 28%. Måske mere overraskende er det, at de udefra kommende direktører også har mere bestyrelseserfaring (31%) end familiedirektørerne (24%).

Hvad uddannelse angår, kan man se, at udefra kommende direktører i gennemsnit har ét års længere formel uddannelse end familiedirektørerne. Og 45% af dem har en universitetsuddannelse, hvorimod dette kun gælder for 28% af familiedirektørerne.

Så konklusionen er, at direktører udefra har en stærkere målbar kompetenceprofil med hensyn til uddannelse og ledelseserfaring. Det kan være en af forklaringerne på, hvorfor de klarer sig bedre generelt set og i særdeleshed klarer sig bedre i virksomheder, der kræver forandringer.

Hvad kan kapitalfonde slutte ud fra dine undersøgelser?

Det ligger lige for at konkludere, at hvis kapitalfonden sørger for at skaffe en kompetent ledelse til virksomheden, så vil den kunne bidrage til at skabe bedre resultater i virksomheden. Det gælder navnlig, hvis det er en forandringskrævende virksomhed, som den køber.





Paneldebat 2010



Hvert år i april samles medlemmerne af DVCA til topledskonference på Hesselet ved Nyborg Strand. Formålet er at netværke og samle inspiration til arbejdet med at udvikle virksomheder, og i 2010 deltog mere end 140 medlemmer, hvilket var ny rekord.

Årets paneldebat havde deltagelse af Head of Equities Charlotte Mark, Sampension, direktør Peter Lübecker, Nordea, Managing Partner Conni Jonsson, EQT, Managing Partner Christian Frigast, Axcel, og DVCA's formand, Ole Steen Andersen.

Blandt temaerne var overvejelser om, hvad fondene har lært af krisen, hvad forventningerne er til fremtiden, hvad de ændrede rammebetingelser kommer til at betyde for forretningsmulighederne, og konsekvenserne af de nye Solvency II-regler.

Kapitalfonde er klar til at skabe vækst og beskæftigelse

Hvad er makroperspektivet for kapitalfonde ift. andre ejerskabsformer – hvor er vi på vej hen?

Tidligere stod investorer i kø for at komme ind i fondene. Hvilke krav stiller investorer til fonde i dag?

Vi har været gennem en af de værste kriser siden 1930'erne – i Danmark faldt BNP næsten 5% i 2009. Hvad har fondene lært af det forløb?

Conni Jonsson: Jeg tror, vi er på vej tilbage til de gamle dyder, som handler om at være gode ejere af selskaber og i mindre grad eksperter i ”financial engineering”. Vi er mere fleksible end eksempelvis familieejede selskaber, og vi har en mere effektiv governancestruktur end et børsnoteret selskab. Vi skal blive ved med at vise, at vi kan udvikle selskaber for dermed at skabe stærke afkast, for det er den eneste måde, hvorpå vi kan bevare vores position.

Charlotte Mark: Jeg mener ikke, vi har stået i kø for at komme ind i en fond, men jeg medgiver, at vores tilsagn er blevet skåret ved enkelte lejligheder, så vi historisk ikke har kunnet foretage så store investeringer i private equity, som vi havde ønsket.

Men tiderne har ændret sig, navnlig på grund af de nye solvensregler (Solvency II), som ikke længere gør det muligt for os at placere så meget i kapitalfonde. Nu er vi naturligvis spændt på, hvordan det kommer til at gå med afkastene i de fonde vi har investeret i. Det har vist sig svært at få prognoser fra de fonde, vi er inde i, og derfor er usikkerheden steget betydeligt.

Når man arbejder med modeller for afkastet i private equity-fonde, så viser det sig, at afkastprofilerne svarer nogenlunde til afkastprofilerne i ”emerging markets”. Og når man så skal tage højde for, at likviditeten er dårligere, ja, så skal afkastet jo også ligge på et højere niveau. Nu bliver vi jo ofte lovet 15 eller 20% i afkast, men internt i huset er vi da lykkelige, hvis vi kan komme over 10%.

Conni Jonsson: Tiden vil vise det. Jeg håber, at vi har lært noget, men desværre ser man jo ofte, at hukommelsen kan være kort. Jeg er faktisk lidt i tvivl om, hvor vi er på vej hen, selvom mange mener, at vi står foran bedre konjunkturer.

Normalt er aktiemarkedet en god indikator, men denne gang var markedet alt for optimistisk alt for længe. Kreditmarkedet var hurtigere til at reagere – det kunne vi se på prisen på virksomhedsobligationer, der faldt drastisk i løbet af 2008.

Spørgsmålet er, om aktiemarkedet har fat i den lange ende denne gang – eller om aktierne ikke er steget for hurtigt? Det virker lidt usikkert i lyset af de store ubalancer i europæisk økonomi.

Men skulle det gå galt med økonomien, så kan vi jo altid blive reddet af inflationen, der jo kan udhule en betydelig del af vores gæld. Det kunne godt være et sandsynligt scenario, for jeg tvivler på, at vores politikere har modet til at gennemføre de reformer, der kræves for at styrke på vores økonomi.

Christian Frigast: Mange kapitalfondsejede selskaber har måttet tilpasse deres omkostninger for at klare sig igennem krisen. Nogle bliver straffet for de veloptimistiske beslutninger, der blev truffet, dengang mange troede, at væksten ville blive ved med at fortsætte. Men selvom der er slået enkelte skæverter, tror jeg også, at de dårlige tider kan vendes til en fordel, fordi virksomhederne bliver konsolideret og derved mere konkurrencedygtige.

En anden ting er, at bankerne stiller større krav til kreditgivningen. Derfor må vi selv finansiere en større andel af de virksomheder, vi køber, og det har gjort det vanskeligere at købe virksomheder. Jeg synes dog også, vi har lært af krisen, at det har været godt med en forholdsvis lille gearing, når tingene går den forkerte vej. Og fordi danske fonde traditionelt har gearret deres investeringer mindre end internationale fonde, har vi nok klaret os bedre igennem de hårde tider.



Deltagerne i paneldebatten: Managing Partner Christian Frigast, Axcel, DVCA's formand, Ole Steen Andersen, Head of Equities Charlotte Mark, Sampension, Managing Partner Conni Jonsson, EQT, og direktør Peter Lübecker, Nordea.

Der er forsigtige signaler i erhvervslivet om, at vi er på vej frem. Hvor robuste er de forventninger, og gælder de hele raden rundt?

Men bankerne er en af vores vigtige "stakeholdere", navnlig i disse tider, hvor mange kapitalfondsejede selskaber har måttet bryde de såkaldte covenants eller lånebetingelser. Sker det, så handler det om at komme i tide til sin bank og forklare dem situationen, for det værste, man kan byde banker, er ubehagelige overraskelser.

En sidste ting, jeg gerne vil nævne vi har lært, er at se indad. Når krisen rammer vores virksomheder, så skal vi se, om vi kan spænde livremmen ind hos os selv. Ellers virker vi ikke særligt overbevisende over for de virksomheder, vi ejer, hvor man i høj grad har svunget sparekniven.

Ole Steen Andersen: Jeg tror på, at den globale økonomi er på vej frem, men i forskelligt tempo. Europa kører langsommere på grund af nogle strukturelle problemer, USA er på vej tilbage på sporet, mens Asien kører i et klart højere gear end os andre. Også inden for de forskellige virksomhedssegmenter er der betydelige forskelle. Virksomheder, der leverer til byggeriet og andre konjunkturudsatte områder, har eksempelvis haft det virkelig svært, og det tror jeg kommer til at vare hele 2010 og et stykke ind i 2011.

Omvendt må vi også gribe i egen barm og erkende, at mange virksomheder i de glade opgangstider har været for hurtige til at øge omkostningerne og kaste sig ud i urentable projekter. Dem får vi væk nu, og derfor tror jeg faktisk, at en del virksomheder vil komme ud med fornuftige resultater i 2010. Det er jo nu, der er lydhørhed over for tilpasninger.

Peter Lübecker: Hvis vi ser ud over det brede virksomhedslandskab i de nordiske lande og siger, at 50% af al gæld skal refinansieres inden for de næste tre år, hvad der nok er et fornuftigt skøn, så svarer det til, at gæld for 300 mia. euro skal genplaceres. Langt hovedparten af denne gæld vil der ikke være problemer i, men der vil uden tvivl være en række virksomheder uden for private equity-verdenen, der har haft det langt sværere, end vi umiddelbart tror. De har brug for kapital og fornyet ledelseskraft, og det kan give nogle interessante investeringsmuligheder.

Man har talt om, at priserne på virksomhederne har været for højt oppe og har været svært at tilpasse sig. Det er en af årsagerne til de markant færre handel i 2009 ift. tidligere. Har markedet tilpasset sig nu?

Vil vi se banker vælge finansiering fra på forhånd til nogle fonde, fordi der simpelthen ikke er tiltro til deres evne til fx at skabe værdi?

"Kapitalfonde er kendetegnet ved hurtige beslutningsgange, en stabil ejerkreds, adgang til kapital, netværk og sparring. Og et entydigt fokus på at drive virksomheden."

Peter Lübecker
Direktør, Nordea

Hvad har de mange diskussioner om eventuelle reguleringer af kapitalfonde betydet for forretningen?

Christian Frigast: Aktiekurserne er steget forholdsvis hurtigt, og det vil på kort sigt også presse priserne på unoterede selskaber op. Det er én blandt mange grunde til, at antallet af transaktioner fortsat ligger lavt – faktisk var der i 2009 så få transaktioner, at vi var på niveau med sluthalvfemserne. Der foregår fortsat en pristilpasningsproces, hvor købere og sælgere af virksomheder skal tættere på hinanden. Når forventningerne til fremtiden bliver mere usikre, skal priserne på virksomheder ned, men det tager tid. Min vurdering er imidlertid, at vi nærmer os en normalisering af tilstandene, så fondene kan begynde at sælge deres virksomheder og samtidig foretage nye opkøb.

Peter Lübecker: Selv mens vi har haft denne historiske nedgang i økonomien, har vi i Nordea deltaget i både finansiering og refinansiering af virksomheder – og jeg vil tro, at vi er den største aktør i Norden på området. Derfor har vi også haft tæt kontakt til kapitalfondsejede selskaber.

Vi har i den forbindelse gjort os nogle interessante betragtninger om de fondsejede selskaber. De er kendetegnet ved hurtige beslutningsgange, en stabil ejerkreds, adgang til kapital, netværk og sparring. Og et entydigt fokus på at drive virksomheden. Skal man se på "kardinaldyder" inden for bankvæsen, så er det faktisk lige præcis disse områder. Derfor er vi faktisk glade for vores kapitalfondsejede kunder.

Krisen, vi netop har været igennem, har været den ideelle stresstest. Er det så gået så galt? Nej – det er det ikke, faktisk er det gået langt bedre, end vi kunne frygte. Sammenligner man kapitalfondsejede virksomheder med risikobilledet i de mindre børsnoterede selskaber, er det langt mere spraglet, fordi man ikke kan få ejerne i tale, og fordi det er vanskeligere at få ejerne til at komme med kapital. Vi ser også, at ejere og ledelse kan have forskellige interesser, og at beslutningsgangene ofte er langt mere komplekse. Derfor har vi under krisen fået et mere nuanceret billede af risikoen ved forskellige typer af engagementer.

Vi er faktisk blevet en del klogere under krisen. Christian nævnte, at man ikke skal henvende sig i sin bank 5 minutter i 12 med alvorlige problemer – det kan jeg kun bekræfte er en rigtig dårlig ide. Noget andet, vi har lært man skal holde sig fra, er de her "clubs of owners" – altså syndikater, hvor man måske ikke er enige i ejerkredsen, og hvor man ikke helt ved, hvad spillereglerne er, når der opstår problemer. Vi foretrækker rene linjer.

Conni Jonsson: Jeg er enig i alt, hvad Peter siger. Jeg synes, man skal stræbe efter én ejer i et selskab og en simpel finansieringsstruktur – så kan man stort set håndtere alle udfordringer. Både lånesyndikater og "clubs of owners" er ikke noget for os. Det er en meget vigtig lære af det forløb, vi har været igennem.

Ole Steen Andersen: Dybest set tror jeg, at kapitalfonde bliver jaget rundt i manegen af historiske årsager. Vi ved, at TDC-transaktionen i sin tid gjorde meget skade, men det har de fem ejere jo også erkendt og virkelig arbejdet på at ændre sidenhen. Men det er også et internationalt fænomen, hvilket hænger sammen med, at private equity-industrien meget hurtigt blev en dominerende spiller fra en position, hvor stort set ingen vidste, hvad det var. Med ét gik det op for offentligheden, at et hav af betydningsfulde virksomheder havde fået nye og stort set ukendte ejere.

Problemet for myndighederne er, at de ikke ved, hvilket ben de skal stå på. På den ene side udarbejder EU-Kommissionen et direktivforslag, der skal gøre noget ved den såkaldt "systemiske risiko" i økonomien. Det skal kapitalfonde omfattes af, selvom EU-Kommissionen samtidig anerkender, at kapitalfonde ikke udgør nogen systemisk risiko.

Og samtidig med at Kommissionen vil gøre livet besværligt for os, så kommer der nye regler for pensionsselskaber – Solvency II – som vil gøre det vanskeligere for pen-

”Vi vil gerne gøre diskussionen om private equity mere faktabaseret. Det vil vi gøre ved at fortælle om vores afkast, om, hvor få af vores virksomheder der går konkurs, og hvordan vi i øvrigt bidrager til vækst og beskæftigelse.”

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Der lægges med Solvency II op til, at også pensionskasser skal holde en stigende sikkerhedskapital for investeringer i kapitalfonde. Hvordan vil det påvirke investeringerne i kapitalfonde? Og hvad betyder det for pensionskassernes afkast?

sionskasser at investere i noterede aktier, fordi de helst skal være så likvide som muligt. Tilsvarende i banksektoren er der også strammere regler for banker – Basel III – der hæver kravene til bankernes solvens. Hvorfor afventer Kommissionen ikke disse regler?

Endelig har vi jo også i sektoren gjort en hel del. I DVCA udgiver vi hvert år dette årskrift, der indeholder et hav af oplysninger om fondene og deres selskaber, og en tilsvarende indsats bliver gjort i andre europæiske lande.

Men det virker, som om EU-Kommissionen ikke er helt lydhør over for vores argumenter. Problemet er, at hvis vi får mange regler, som ikke giver mening, så vil der være nogle ”missed opportunities” for fondene, som kan koste vækst og beskæftigelse i Europa.

Derfor vil vi gerne gøre diskussionen om private equity mere faktabaseret. Det vil vi gøre ved at fortælle om vores afkast, om, hvor få af vores virksomheder der går konkurs, og hvordan vi i øvrigt bidrager til vækst og beskæftigelse. Kun på den måde kan vi opnå forståelse for, at det ikke er vores industri, der har været den store skurk i forhold til at puste til finanskrisen.

Peter Lübecker: Jeg deler fuldstændig den opfattelse. Det er en reguleringsbølge, der er så voldsom, at det virker malplaceret. Myndighederne glemmer også, at jo mere regulering man indfører, desto mere begynder markedet at finde på nye produkter, der ikke er omfattet af reguleringen, og derfor opstår der et nyt marked uden for det regulerede marked. Det er historien, der gentager sig – man kan vel godt tillade sig at sige, at politikerne næsten altid vil være på bagkant.

Politikerne står i det dilemma, at de på den ene side gerne vil skabe vækst og beskæftigelse, og på den anden side vil de også gerne regulere finanssektoren for at skabe finansiel stabilitet. Jeg er bare ikke sikker på, at de kan ramme præcist nok, så det ikke går ud over væksten i vores samfund. Et godt eksempel er, at hvis det bliver for vanskeligt for bankerne at låne penge ud til kapitalfonde, så bliver der bare rejst fonde uden for det regulerede marked, hvis eneste formål er at låne ud til private equity. Så går der noget tid, før det marked bliver reguleret, og spørgsmålet er, om det nogensinde kommer til at virke. Det er et helt klassisk forløb. Problemet er bare, at når nye markeder opstår på den måde, så mangler aktørerne de klassiske kompetencer inden for kreditvurdering, og det kan nemt komme til at betyde, at den finansielle stabilitet bliver undergravet ad bagdøren.

Charlotte Mark: Vi har endnu ikke det endelige overblik, fordi de nye regler er ekstremt komplekse. Men vi kan se, at vi kommer til at allokere færre midler til risikofyldte aktiver. Det betyder, at vores garanterede produkter kommer til at få et lavere afkast. På vores markedsrenteprodukter sker der næppe så meget, for der vil vi fortsat have en forholdsvis stor handlefrihed og er ikke underlagt samme stramme solvenskrav.

Vi gør, hvad vi kan, for at afbøde de negative konsekvenser af Solvency II, men vi må nok være indstillet på stramminger i forhold til, hvad der gælder nu.

Norden har historisk set været anset for at være et fantastisk sted at investere i private equity og har historisk gode afkast ift. andre regioner. Vil det fortsætte fremover?

”Historisk har Norden været et meget attraktivt marked. Det er ikke, fordi markedet har været umodent – tværtimod er Norden det mest modne marked, jeg kender til i Europa.”

Conni Jonsson
Managing Partner, EQT

Hvis man sammenligner den danske og den svenske private equity-sektor, er der en meget stor forskel i volumen. Set over en bred kam er svenske private equity-fonde mindst 10 gange større end danske – hvis ikke mere. Det kan jo ikke forklares ved forskelle i landenes størrelse, men hvad er det så, der gør udslaget?

Charlotte Mark: Efter vores opfattelse har Norden en lidt tynd track-record, så hvis man skal se nogle stabile resultater, er man nødt til at gå til USA. Men det er da rigtigt, at Norden har gjort det godt i den periode, vi nu kan betragte – det gælder både børsnoterede selskaber og private equity. På længere sigt tror vi da på, at Norden fortsat vil præstere, selvom vi også kan se, at konkurrencen er steget, og flere fonde er begyndt at operere her. Det kan på sigt presse afkastene ned.

Conni Jonsson: Historisk har Norden været et meget attraktivt marked. Det er ikke, fordi markedet har været umodent – tværtimod er Norden det mest modne marked, jeg kender til i Europa. Jeg kan faktisk ikke se, hvorfor de relativt gunstige forhold skulle ændre sig, hverken på kort eller langt sigt. Den eneste risiko er, at vi tiltrækker så meget kapital, at vi kommer til at betale for høje priser for virksomhederne, fordi vi mister vores stramme disciplin i forhold til, hvad vi skal betale for virksomhederne. Men det er op til os selv i branchen at sikre, at det ikke sker.

En af de vigtige ting, som vi skal forbedre hos os selv, er vores fee-struktur. Mange fonde, navnlig i USA, får mere end halvdelen af deres indtægter fra management fees. Det er ikke nogen sund udvikling, for det er vigtigt, at vi holder fast i, at alle – fra fond til virksomhed – skal have samme interesser. Det sker kun, hvis en stor del af fee-strukturen er præstationsafhængig. Jeg må indrømme, at vi har mange diskussioner med vores amerikanske og engelske kolleger om netop dette spørgsmål, for en sund fee-struktur er den eneste måde, hvorpå man kan sikre, at der ikke bliver smidt gode penge efter dårlige.

Ole Steen Andersen: Nu har jeg prøvet både at sidde i bestyrelsen og i ledelsen for mange forskellige selskaber – børsnoterede, familieejede og private equity-ejede selskaber. Derfor synes jeg godt, jeg kan tillade mig at sige, at private equity-modellen er den stærkeste og mest effektive ejerskabsform, jeg endnu er stødt ind i. Så jeg tror, at den vil overleve – på trods af de mange forsøg på at lægge den i graven, også fra politisk hold. Det bliver i øvrigt også bekræftet i alle de rapporter, vi har set – selv fra EU-Kommissionen. Det viser sig, at private equity-ejede selskaber har høje afkast og lav konkursrisiko. Der kommer ganske enkelt stærkere selskaber ud af det.

Conni Jonsson: EQT har hjemme i Sverige, men vores forretningsmodel er global, og det hænger sammen med Sveriges industristruktur, som er bygget op af mange store virksomheder, som er mere globale end lokale. ABB, Electrolux, Ericsson, Scania, Saab og Volvo for blot at nævne nogle få eksempler. Det er noget, som vi i vores industri har været i stand til at drage nytte af, fordi vi har kunnet trække på nogle af de folk, som har den internationale erfaring, som er så uhyre vigtig.

I Danmark er industristrukturen i højere grad koncentreret om mindre virksomheder, der er underleverandører, og derfor er der ikke lige så mange nøglepersoner at trække på i Danmark.

Christian Frigast: Det er rigtigt, at den svenske private equity-industri er bedre og dybere funderet end den danske, bl.a. fordi man kom i gang noget før. Men jeg tror også, det spiller en rolle, at der i de sidste 10 år har været et paradigme blandt danske investorer om, at vi er fokuseret i vores virksomhed. Hvis vi kommer med et forslag til et nyt marked, så skal vi have rigtig gode argumenter for det. Det tror jeg har medvirket til at lægge et bånd på vores udvikling rent størrelsesmæssigt. Men så handler det jo om for os at blive bedre til at overbevise investorerne om, at vi godt kan håndtere flere områder både branchemæssigt og geografisk.



Hvad kan man ønske sig af politikerne på Christiansborg ift. at få sat mere gang i hjulene?

”Det såkaldte AIFM-direktiv vil pålægge mindre fonde administrative byrder, der vil forøge deres udgifter dramatisk i forhold til den kapital, de forvalter. Derfor mener DVCA, at grænsen for, hvornår direktivet sætter ind, skal forhøjes til 1 mia. euro.”

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Ole Steen Andersen: I Danmark har politiske tiltag gjort det vanskeligere at investere i noterede aktier, og det vil i høj grad sænke værdien af pensionsformuerne på sigt, da investorerne i mindre omfang vil være i stand til at sammensætte deres portefølje, så den giver det højeste afkast.

I Europa ser vi den samme kedelige tendens. Det såkaldte AIFM-direktiv vil pålægge mindre fonde administrative byrder, der vil forøge deres udgifter dramatisk i forhold til den kapital, de forvalter. Derfor mener DVCA, at grænsen for, hvornår direktivet sætter ind, skal forhøjes til 1 mia. euro, ligesom mindre fonde og venturefonde helt bør fritages for lovgivning på området.

Alternativt kan mindre og mellemstore fonde i Europa indgå i et selvreguleringssystem. Her er DVCA allerede gået foran med vores retningslinjer, som på mange områder går videre end kravene til børsnoterede selskaber.

Hvis der mod forventning skulle komme ensidig dansk lovgivning på området, vil danske fonde og deres porteføljevirkksomheder blive pålagt store administrative byrder og omkostninger til skade for investeringsaktiviteten. Og det vil svække muligheden for at tiltrække kapital til danske virksomheder fra udlandet.

Transaktioner tændte mere end revision



Fødselsår
1976

Ansæt i Capidea i
2007

Uddannelse
Cand.merc.aud.

Tidligere job
PricewaterhouseCoopers

”Man lærer jo også meget gennem Capideas partnere, der har mange års erfaring i at gennemføre transaktioner og har erfaring fra industrien. Vi gør generelt brug af hinandens meget forskellige baggrund og erfaring.”

Martin Jørgensen
Capidea

Martin Jørgensens oprindelige plan var at blive statsautoriseret revisor. Men efter knap fem år hos PwC blev han klar over, at køb og salg af virksomheder i en kapitalfond ville være det rigtige karrierevalg. Nu sidder han med ved bordet, når handleerne skal lukkes af.

Martin Jørgensen er Investment Manager hos Capidea, der er en mellemstor dansk kapitalfond med et kapitaltilsagn på 750 mio. kr. Blandt Capideas investeringer er virksomheder som Schades og Inspiration. Ud over det løbende arbejde med porteføljevirkomhederne består Martins job i at forberede køb og salg af virksomheder med en såkaldt enterprise value på mellem 75 og 400 mio. kr.

”Et køb af en virksomhed er ikke nogen enkel operation. Vores investorer forventer et betydeligt afkast, og derfor går vi grundigt til værks og ser på en lang række virksomheder, før vi beslutter os for at foretage en investering. En del af mit arbejde er at bistå due diligence-processen. Det er en omfattende gennemgang af forholdene i den virksomhed, som vi overvejer at købe. Processen involverer typisk revisorer, advokater og folk med driftsmæssig og kommerciel indsigt. Jeg følger processen og leder rådgiverne på vej, så vi sikrer os, at de bruger tiden rigtigt. Jeg har selv siddet på den anden side af bordet i min tid hos PwC, og derfor føler jeg i høj grad, at jeg kan bidrage til processen.

Inden vi påbegynder due diligence, ser vi på et hav af virksomheder. Selve søgningen foregår ret systematisk ved, at vi via en regnskabsdatabase trækker finansielle oplysninger på virksomheder, der ud fra finansielle nøgletal matcher vores investeringskriterier. Ud over at størrelsen på virksomheden skal være rigtig, skal ledelsen være kompetent, og vi lægger stor vægt på, at virksomheden har en attraktiv markedsposition i et sundt marked. Derudover skal der være mulighed for, at vi kan videreudvikle virksomheden eller konsolidere med henblik på at skabe øget indtjening. En afgørende forudsætning er naturligvis også, at ejeren er parat til at sælge. I sidste ende når vi kun at købe 1–3 virksomheder om året, for det er virkelig kræven- de at finde den slags virksomheder.”

Martin Jørgensen havde ikke den store viden om kapitalfonde, da han startede hos Capidea, men det fik han ret hurtigt lavet om på.

”Capidea er en lille organisation, og derfor er jobbet utrolig alsidigt. Da jeg i sin tid fik muligheden for at starte her, kendte jeg i kraft af mit tidligere job til den finansielle tankegang i kapitalfondene, men jeg havde ingen ide om, at det i endnu højere grad handlede om at opbygge og gøre brug af netværk. Man køber jo ikke bare en virksomhed ved at slå op i en tilfældig database – det handler om at lytte efter på vandrørene – om at være i markedet. Det er man bl.a. ved at kende den lokale erhvervschef i en bank, tale med kolleger i andre fonde, revisorer og folk fra corporate finance-miljøet.

Man lærer jo også meget gennem Capideas partnere, der har mange års erfaring i at gennemføre transaktioner og har erfaring fra industrien. Vi gør generelt brug af hinandens meget forskellige baggrund og erfaring. Når man køber en virksomhed, er det altafgørende at kunne forstå markedssituationen og dynamikken i den branche, som virksomheden opererer i. Samtidig skal man kunne gennemskue, om ledelsen er den rigtige til at gennemføre den tiltænkte forretningsplan. Det er en forudsætning, at den tidligere ejer er med som medinvestor, og derfor vil vi gerne være på god fod, både før og efter handlen. Det er med til at gøre det ekstra vigtigt, at forarbejdet er i orden. Og det står jeg for.”

inspiration



Inspiration ejet af Capidea.

Et godt eksempel på, hvordan Capidea har udnyttet netværket til at styrke sine investeringer, er købet af Schades. Det viste sig, at virksomhedsdoktoren Laurids Jessen godt ville indtræde både som medejer og bestyrelsesmedlem, og det gav investeringen en flyvende start, fordi Laurids Jessen kendte Schades i forvejen og vidste, hvad der skulle til. Et andet eksempel er Inspiration, hvor Capidea har trukket Niels Thorborg ind i ejerkredsen. Det har også været en kæmpe fordel, bl.a. fordi Niels Thorborg havde værdifuld detaljerfaring fra bl.a. L'Easy-kæden.

”Det er klart, at man skal have godt styr på det talmæssige og forstå finansielle sammenhænge. Det er en basisforudsætning for at kunne arbejde her, og derfor er jeg glad for min baggrund. Men det er ikke det vigtigste. Det vigtigste er at kunne omgås andre mennesker og vide, hvordan man opbygger og gør brug af sit netværk. Det kan eksempelvis være, at man taler med en ledig direktør og kan se, at han kunne være et emne i en virksomhed, som vi har kig på.”

2009 har været en hård tid for de fleste virksomheder, herunder også mange kapitalfondsejede virksomheder. Martin Jørgensen er dog sikker på, at kapitalfundsmodellen har en fremtid.

”Vi kan se, at det er blevet sværere at finansiere handler. Bankerne har trukket følehornene til sig i forhold til tidligere, og markedsvilkårene er ændret. Det stiller krav til os, for det er alt andet lige nemmere at tjene penge, når man kan gear sine investeringer. Nu kan man lånefinansiere noget mindre, og det stiller større krav til operationelle forbedringer i virksomhederne, hvis vi skal levere et attraktivt afkast til vores investorer. Det synes jeg er en kæmpe udfordring.

”Det vigtigste er at kunne omgås andre mennesker og vide, hvordan man opbygger og gør brug af sit netværk. Det kan eksempelvis være, at man taler med en ledig direktør og kan se, at han kunne være et emne i en virksomhed, som vi har kig på.”

Martin Jørgensen
Capidea

Arbejder med låneaftaler i Stockholm



Fødselsår
1978

Ansæt i EQT i
2001

Uddannelse
Cand.merc. i finansiering
og regnskab

Tidligere job
Alfred Berg Bank
Handelsbanken

”EQT’s mål med finansieringsenheden var bl.a. at udvikle nogle standarder for, hvordan låneaftalerne skulle se ud. Målet var at være på forkant og at opnå større fleksibilitet i forhold til, hvis der skulle opstå noget uforudset i en EQT-ejet virksomhed.”

Thomas Schleicher
EQT

EQT er en af de store kapitalfonde i Nordeuropa med aktiviteter, der rækker helt til Kina. Danske Thomas Schleicher har været hos EQT siden 2001 og arbejder i dag med EQT’s låneaftaler – et arbejde, der er kommet yderligere fokus på, siden finanskrisen indtraf i efteråret 2008.

For en kapitalfond er det afgørende at have en tæt relation til bankerne, og da finansieringsvilkårene bliver stadig mere komplekse, oprettede EQT i 2006 en enhed til at håndtere finansieringen af EQT’s mange transaktioner. Her arbejder Thomas Schleicher og er i den forbindelse flyttet til EQT’s kontor i Stockholm.

”Den gamle myte er, at kapitalfonde udelukkende lever af at belåne deres virksomheder og ikke af at forbedre den operationelle drift. Men det kan jeg sige med sikkerhed ikke er tilfældet. I så fald skulle vi nok også sidde nogle flere mand i vores enhed frem for de to personer, vi er nu. Når det er sagt, er det vigtigt, at vi får de bedst mulige finansieringsbetingelser, og det er baggrunden for, at jeg kom til denne enhed for ca. et år siden. Vi havde slet ikke ressourcer til at håndtere andet end eksisterende låneaftaler, så nu er der igen kommet fokus på de nye transaktioner. Det er et virkelig spændende job med høj aktivitet.

EQT’s mål med finansieringsenheden var bl.a. at udvikle nogle standarder for, hvordan låneaftalerne skulle se ud. Målet var at være på forkant og at opnå større fleksibilitet i forhold til, hvis der skulle opstå noget uforudset i en EQT-ejet virksomhed.

Vores arbejde går ud på at sikre, at der er konsistens i vores låneaftaler. Man skal kunne se på en aftale, at den er indgået med EQT. Får man først udviklet det metodeapparat, kan man opnå en form for præcedens, så bankerne ved, hvordan vi gerne vil have det. Vi bruger stort set også altid de samme banker og går ikke efter et ’godt tilbud’ for enhver pris. Det er også baggrunden for, at EQT f.eks. aldrig havde ret meget forretning med islandske banker, og at vi så vidt muligt forsøger at kontrollere, hvem der må eje gælden. Vi vil gerne undgå at ende med at sidde til bords med folk, som måske har en anden agenda end os og vores selskab – specielt når der fra tid til anden opstår behov for at tale med vores finansielle partnere om f.eks. tilkøb/frasal og ultimativt en rekonstruktion.

EQT’s grundige arbejde med at sikre sig fleksible lånevilkår var en stor fordel, da finanskrisen slog igennem i fjerde kvartal 2008. Bankerne er blevet langt mere risikoaverse, og derfor skal man være godt klædt på, når man fremlægger en investeringscase.

I 2008–2009 brændte det på. Nogle selskaber kom i vanskeligheder – enkelte værre end andre. Et eksempel er Sanitec, som fik problemer i slutningen af 2008. Hele ordrebogen kollapsede meget pludseligt, da næsten alle investeringer i nye badeværelser etc. blev sat på hold. I løbet af kort tid kunne vi se, at det ikke var muligt at drive selskabet videre på et niveau, der kunne servicere gælden i selskabet. Derfor gik vi til bankerne for at genforhandle lånet. Det endte efter et langt forløb med, at EQT indskød 115 mio. euro, mod at bankerne konverterede en stor del af gælden til egenkapital. EQT forblev således ejer af Sanitec, men på nye vilkår. Det går bedre for Sanitec nu, men vi mangler fortsat noget for at være i smult vand. Vores ultimative ønske er naturligvis ikke bare, at EQT redder sin investering, men også at bankerne kommer ud af transaktionen uden tab.”

At kapitalfonde generelt skulle være slemme til at ”smide nøglerne” og lade andre stå tilbage med regningen kan Thomas Schleicher dog klart afvise.



KMD ejet af EQT.

Man skal jo huske, at et buy-out er et partnerskab mellem virksomhed, banker og fond, hvor alle har en fælles interesse i, at det går efter planen. Men banken er godt klar over, at der indimellem kan opstå noget uforudset. Det skal blot ikke være for ofte. En kapitalfond, hvis virksomheder gang på gang misligholder deres lån, skal nok ikke regne med at kunne overleve på sigt. På den anden side kan vi ikke skyde vores investorers penge i en virksomhed, hvor vi ikke tror, at driften kan blive rentabel. Det er jo et ultimativt krav fra investorerne, at der altid skal være et godt afkast af de penge, de skyder ind. En kapitalfond vil jo som enhver anden ejer altid have en stor interesse i at redde sine virksomheder, så derfor sætter man sig hurtigt sammen med bankerne for at forsøge at lave en retningsplan. Her handler det dybest set om at finde en balance mellem, hvad kapitalfonden kan komme med af nye penge til støtte virksomheden og hvor stor en gæld virksomheden kan servicere i fremtiden – og som funktion heraf hvor meget bankerne må nedskrive på gælden. At finde denne balance kræver, at ejer og banker har en nogenlunde ens forventning til fremtiden – ellers kan det ske, at bankerne overtager nøglerne til virksomheden.”

Thomas Schleicher sidder netop nu og danner sig et overblik over, hvordan fremtidens lånevilkår kommer til at se ud. Også her har der været tale om lidt af en rutchetur.

”I 2007 var det hele rosenrødt. I 2008 frøs lånemarkedet til, men nu synes jeg, at det ser bedre ud end længe. Vi kommer ikke tilbage til niveauet for 2007, men mindre kan også gøre det. I 2007 kunne vi gældsfinansiere 75% af en virksomhed. I dag er vi nede på 50–60% for en tilsvarende virksomhed. I 2007 betalte vi typisk 200–250 basispunkter i margin. I dag er det steget til 400–500.

Men vigtigst af alt er, at vi, selv da krisen var på sit højeste, kunne hente finansiering til vores transaktioner og virksomheder. Det er for mig et godt bevis for, at vi har et godt forhold til vores banker, der kan se, at vi arbejder seriøst med at udvikle vores virksomheder.

”Vigtigst af alt er, at vi, selv da krisen var på sit højeste, kunne hente finansiering til vores transaktioner og virksomheder. Det er for mig et godt bevis for, at vi har et godt forhold til vores banker, der kan se, at vi arbejder seriøst med at udvikle vores virksomheder.”

Thomas Schleicher
EQT

Bred baggrund førte til toppost hos Polaris



Fødselsår
1966

Ansæt i Polaris i
2007

Uddannelse
Cand.merc.

Tidligere job
Icopal
Monarflex
Aarsø Nielsen & Partners
Gudme Raaschou

”Investorerne er ekstremt kritiske med, hvilke fonde de placerer deres penge i.”

Jan Johan Kühl
Polaris Private Equity

Jan Johan Kühls baggrund er ideel for en dansk private equity-fond med fokus på mellemstore virksomheder som Polaris. Han startede sin karriere som aktieanalytiker, blev managementkonsulent og arbejdede derefter i en årrække som direktør i kapitalfondsejede industrivirksomheder.

Jan Johan Kühl har været Managing Partner hos Polaris siden 2007 – godt ét år før finanskrisen brød løs og gjorde livet for mange kapitalfonde vanskeligt. Men Jan Johan Kühls baggrund er på mange måder ideel i forhold til Polaris’ udfordringer.

”Min baggrund er en lille smule atypisk, fordi jeg ikke er vokset op i private equity-miljøet. Men jeg har jo arbejdet med områder, der grænser op, og derfor synes jeg ikke, springet var så stort. Icopal, som jeg kom fra, var børsnoteret, før det blev overtaget af Axcel, og før det arbejdede jeg i Monarflex, der var familieejet, før Axcel kom ind i billedet. Derfor kendte jeg kulturen i kapitalfondsejede selskaber og vidste, hvilke krav man kan tillade sig at stille til topchefer.”

Jan Johan Kühl havde tidligere sagt nej til jobtilbud, og det var først, da Polaris kom på banen, at han tog springet og forlod sit job som koncerndirektør hos byggevareproducenten Icopal.

”Investorerne er ekstremt kritiske med, hvilke fonde de placerer deres penge i. Ser man på klassisk asset management, så kan du stort set ikke finde nogen sammenhæng mellem tidligere og fremtidig performance, men det dokumenterer talrige analyser, at man kan inden for private equity. Derfor stilles der ret explicitte krav til partnernes track-record, og jeg kunne jo se, at Polaris havde gjort det godt tidligere med de exits, de havde gennemført. Derfor tøvede jeg ikke, da jeg fik tilbuddet om at skulle stå i spidsen for teamet.”

Jan Johan Kühl kan berette om et særdeles grundigt ansættelsesforløb med et headhunterfirma inddraget i både udvælgelse, test og samtaler. Polaris havde forinden lavet en grundig kravspecifikation af, hvilke kompetencer deres kommende leder skulle have, og i den forbindelse stod det klart, at det var nødvendigt at tiltrække en udefra, hvis man skulle ramme den helt rigtige profil.

”Viggo Nedergaard Jensen, der i sin tid startede Polaris, nærmede sig de 60, og når man står foran en ny fundraising, er det vigtigt for investorerne, at den person, der står i spidsen for fonden, også er topmotiveret og til stede på den lidt længere bane. Derfor var det nødvendigt med et generationsskifte i god tid, inden fundraising skulle starte. Viggo og jeg kendte lidt til hinanden i forvejen, og vi blev med det samme enige om et parløb, hvor han førte sine egne projekter i land, mens jeg tog mig af alt det nye. På den måde fik vi gennemført et glidende generationsskifte, som lagde grunden for, at vi kunne rejse en ny fond på ca. 2,7 mia. kr. i et marked, der ellers havde set bedre tider.”

Noget af det første, Jan Johan Kühl gjorde som ny Managing Partner, var at igangsætte arbejdet med at lægge en strategi for Polaris. Hvilke mål skulle Polaris have, og hvordan skulle man indfri dem?

”Vi var tre nye og fire ’gamle’ partnere, og derfor var det naturligt at ryste posen på ny. Vores mål var at levere et afkast blandt de bedste 25%, og det ved vi alle sammen kræver en del. Så hvad kunne vi gøre?



Jetpak ejet af Polaris.

En af de ting, vi har gjort, er at udnytte vores bestyrelsesmedlemmer bedre. Vi kobler dem direkte på topledelse og sikrer på den måde, at vores bestyrelser bliver meget aktive sparringspartnere for ledelserne i vores selskaber. Det har vist sig at fungere virkelig godt, også fordi bestyrelsesmedlemmerne jo også får del i gevinsten, hvis virksomheden kan sælges til en god pris. Det er en af fordelene ved vores model – alle involverede har hånden på kogepladen og har derved samme interesse i, at det går godt både på kort og langt sigt.

Derudover nåede vi frem til, at vi skulle bruge hinanden noget mere på tværs. Vi ejer jo en del virksomheder, der kæmper med de samme udfordringer, og ved at opstille en række 'koncernmål', som eksempelvis at få nedbragt den kapital (arbejdskapitalen), som er bundet i vores virksomheder, kunne vi skabe en værdifuld erfaringsudveksling. Det er formaliseret ved, at topledelse i alle vores virksomheder mødes fire gange om året, hvor vi sammen arbejder på at blive bedre. Det giver vores virksomheder en ide om, at de ikke står alene, og vi får en meget kvalificeret dialog, som supplerer bestyrelsesarbejdet rigtig godt.

Jeg vil gerne afslutningsvis sige, at kapitalfonde arbejder langsigtet. Det er sjældent, nogen i vores branche skifter job. Mange tror, det handler om økonomi, fordi vi får en bonus i form af carried interest, hvis vores investeringer bliver vellykket. Men det er ikke den fulde historie for mig. Topdirektører kan altså tjene mere end os, så det handler lige så meget om, at vores samarbejde på det elementære menneskelige plan er utrolig spændende og udviklende. Private equity er på en gang en 'people' og en 'capital' business. Det er faktisk det afgørende."

"Topledelse i vores virksomheder mødes fire gange om året, hvor vi sammen arbejder på at blive bedre. Det giver vores virksomheder en ide om, at de ikke står alene, og vi får en meget kvalificeret dialog, som supplerer bestyrelsesarbejdet rigtig godt."

Jan Johan Kühl
Polaris Private Equity

Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne



Kapital under forvaltning: 88,5 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 1
Omsætning i nuværende virksomheder: 5,7 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): London (1945)
Ledende partner (i Danmark): Steffen Thomsen
Web: www.3i.com



Kapital under forvaltning: 29 mia. kr. (Altor 2003, Altor Fund II, Altor Fund III)
Investeringer i Danmark: 5
Afhændede virksomheder: 0
Omsætning i nuværende virksomheder: 34 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (2003)
Ledende partner (i Danmark): Denis Viet-Jacobsen
Web: www.altor.com



Kapital under forvaltning: 6,6 mia. kr. (Axcel I, Axcel II, Axcel III)
Investeringer i Danmark: 17
Afhændede virksomheder: 18
Omsætning i nuværende virksomheder: 14 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (1994)
Ledende partner: Christian Frigast
Web: www.axcel.dk



Kapital under forvaltning: 750 mio. kr.
Investeringer i Danmark: 5
Afhændede virksomheder: 0
Omsætning i nuværende virksomheder: 2,3 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (2006)
Ledende partner: Erik Balleby Jensen
Web: www.capidea.dk



Kapital under forvaltning: 25,6 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 11
Omsætning i nuværende virksomheder: 1,9 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Helsinki (1989)
Ledende partner (i Danmark): Torben von Lowzov
Web: www.capman.com



Kapital under forvaltning: 256 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 1
Afhændede virksomheder: 4
Omsætning i nuværende virksomheder: 3 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Luxemburg (1981)
Ledende partner (i Danmark): Søren Vestergaard Poulsen
Web: www.cvc.com



Kapital under forvaltning: 787,5 mio. kr.
Investeringer i Danmark: 5
Afhændede virksomheder: 3
Omsætning i nuværende virksomheder: 1.028 mio. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (2003)
Ledende partner: Thomas Dywremose
Web: www.daniacapital.dk

 **DANSK KAPITALANLÆG**

Kapital under forvaltning: 900 mio. kr.
 Investeringer i Danmark: 11
 Afhændede virksomheder: 10
 Omsætning i nuværende virksomheder: 1,9 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (1984)
 Ledende partner: Steen Lønberg Jørgensen
 Web: www.dankap.dk

 **DELTAQ**

Kapital under forvaltning: 325 mio. kr.
 Investeringer i Danmark: 3
 Afhændede virksomheder: 0
 Omsætning i nuværende virksomheder: 350 mio. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Hørsholm (2007)
 Ledende partner: Jesper Lacoppidan
 Web: www.deltaq.dk

 **EQT**

Kapital under forvaltning: 97 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 6
 Afhændede virksomheder: 6
 Omsætning i nuværende virksomheder: 78,2 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (1994)
 Ledende partner (i Danmark): Peter Korsholm
 Web: www.eqt.dk

 **Investment Partners**

Kapital under forvaltning: 42 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 2
 Afhændede virksomheder: 3
 Omsætning i nuværende virksomheder: 8,5 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): London og Stockholm (1989)
 Ledende partnere (i Danmark): Mads Ryum Larsen og Trygve Grindheim
 Web: www.ikinvest.com

 **LD EQUITY**

Kapital under forvaltning: 7,8 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 30 (LDE1 + LDE2 + LDE3)
 Afhændede virksomheder: 14
 Omsætning i nuværende virksomheder: 16,6 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (2005)
 Ledende partner: Lars Tønnesen
 Web: www.ld-invest.dk

 **NORDIC CAPITAL**

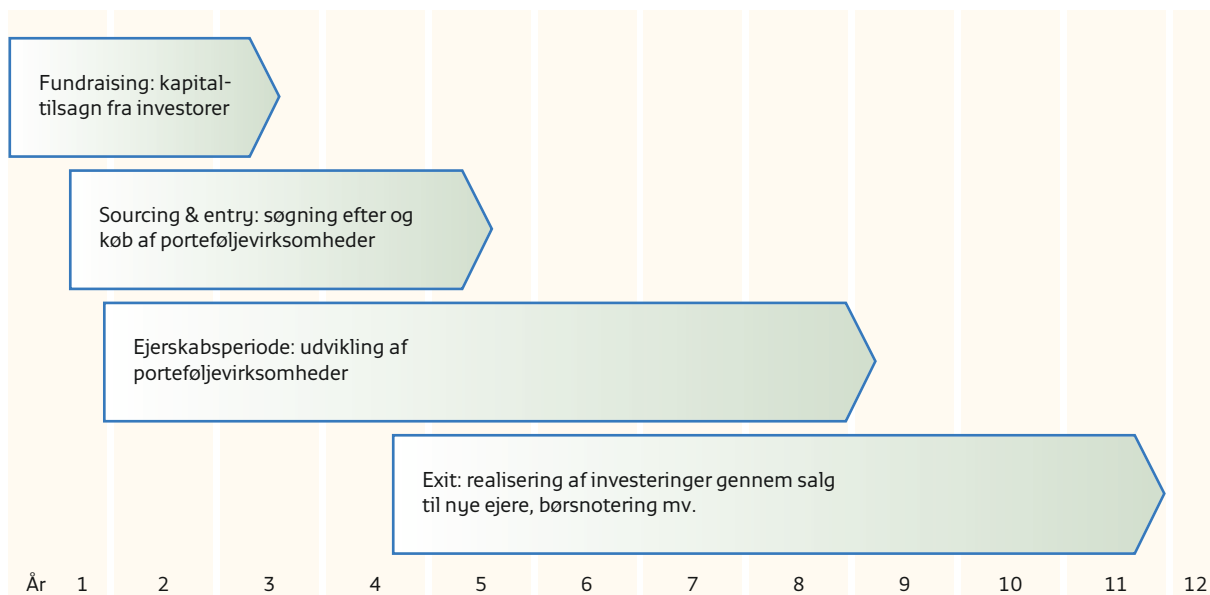
Kapital under forvaltning: 57 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 4
 Afhændede virksomheder: 2
 Omsætning i nuværende virksomheder: 33,9 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (1989)
 Ledende partner (i Danmark): Lars Terney
 Web: www.nordiccapital.com

 **ODIN EQUITY PARTNERS**

Kapital under forvaltning: 2,6 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 8
 Afhændede virksomheder: 0
 Omsætning i nuværende virksomheder: 4,6 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Fredensborg (2005)
 Ledende partnere: Esben Bay Jørgensen, Jesper Wadum Nielsen og Bernd Petersen
 Web: www.odinequity.dk

 **POLARIS**

Kapital under forvaltning: 4,5 mia. kr. (Fond II og Fond III)
 Investeringer i Danmark: 6
 Afhændede virksomheder: 8
 Omsætning i nuværende virksomheder: 5,5 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (1998)
 Ledende partner: Jan Johan Kühl
 Web: www.polarisequity.dk



En kapitalfonds livscyklus

Hvordan arbejder kapitalfonde?

En kapitalfond er en investeringsenhed, hvor en række investorer – typisk pensionskasser, finansielle institutioner samt større virksomheder – foretager investeringer i opkøbsmodne virksomheder via et managementselskab, som forestår investeringerne i virksomheder, der matcher de kriterier, som investorerne og fonden har aftalt.

Kapitalfonden udøver aktivt ejerskab på vegne af investorerne og udvikler virksomhederne med henblik på at øge deres værdi. Aktivt ejerskab betyder, at fonden, ud over at stille kapital til rådighed, samarbejder aktivt med virksomhedens bestyrelse og ledelse om virksomhedens udvikling.

Kapitalfonden vil normalt sælge virksomheden efter nogle år, så investorerne kan få et udbytte af deres investering.