

Centre for
Economic and
Business Research

CEBR

Præliminær version

Juni 2008

Private equity i Danmark

Morten Bennedsen, Steen Thomsen,
Søren Bo Nielsen, Jakob Bundgaard,
Kasper M. Nielsen, Thomas Poulsen

Juni 2008

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
Forord.....	3
Executive Summary	4
1 Private Equity i en dansk kontekst.	9
1.1 Organiseringen af markedet for private equity investeringer	10
1.2 Hvem investerer i fondene	13
1.3 Hvordan investerer fondene?.....	15
1.4 Aktørerne på det danske private equity marked	18
1.5 Aktiviteten på det danske marked	22
2 Overblik over den internationale forskning i kapitalfondes performance	27
2.1 Karakteristik af kapitalfondene og porteføljevirkomhederne	27
2.2 Kapitalfondenes historiske performance	34
2.3 Porteføljevirkomhedernes økonomiske performance	42
2.4 Konklusion.....	48
3 Aktivt ejerskab i kapitalfondene	52
3.1 Indledning	52
3.2 Værdiskabelse gennem aktivt ejerskab	52
3.3 Problemer i aktivt ejerskab	55
3.4 Bestyrelsesudskiftning i kapitalfondsejede virksomheder (empirisk undersøgelse)	56
3.5 Cases i aktivt ejerskab	59
A. TDC.....	61
B. ISS.....	66
C. Falck.....	70
D. Novasol-Dansommer	74
E. Kompan	77
F. Vest-Wood.....	80
G. Royal Scandinavia.....	83
H. Danske Trælast (DT Group).....	94
I. LOGSTOR (Løgstør Rør)	97
J. Post Danmark	100
3.6 Diskussion	104
3.7 Konklusion.....	107
4 Kapitalstruktur i kapitalfondsejede virksomheder	109

4.1	Introduktion	109
4.2	Kapitalfondenes kapitalstruktur	110
4.3	Fordele og omkostninger ved gæld	113
4.4	Gæld og kapitalomkostninger i virksomheden	115
4.5	Empirisk undersøgelse	116
4.6	Konklusion	122
5	Skattemæssige implikationer af kapitalfondes overtagelse af virksomheder	124
5.1	Kapitalfondene i skattedebatten	124
5.2	Den relevante danske skattelovgivning i hovedtræk	126
5.3	Et standardeksempel på kapitalfondsejerskab af en virksomhed	138
5.4	Udvidelser af taleksemplet	147
5.5	Et bredere perspektiv på skattemæssige implikationer	152
5.6	Skatteforhold i de analyserede cases	159
5.7	Nogle konklusioner	159
	Litteratur	162
	Appendiks: Buyouts i Danmark	164

Forord

Som en væsentlig del af arbejdet med denne rapport har vi gennemført en række samtaler med repræsentanter fra kapitalfonde og de virksomheder, de har overtaget. Vi vil gerne rette en stor tak til disse repræsentanter for deres deltagelse og engagement.

Om TDC-casen har vi talt med Jens Alder, Jesper Ovesen og Kurt Björklund. Om ISS-casen har vi talt med Sir Francis Mackay, Christoph Sander og Peter Korsholm (EQT). Om Falck-casen har vi talt med Allan Søgaard Larsen og Christian Dyvig (Nordic Capital). Om Novalsol-Dansommer-casen har vi talt med Frederik Heegaard, Erling Holmbjerg, Viggo Nedergaard Jensen (Polaris) og Niels Worning (Polaris). Om Løgstør Rør-casen har vi talt med Preben Tolstrup, Ole Andersen og Søren Lindberg (Axcel). Om Royal Scandinavia-casen har vi talt med Peter Lund (Royal Copenhagen), Walther Poulsen og Nikolaj Vejlsgaard (Axcel). Om Post Danmark-casen har vi talt med Helge Israelsen og Søren Vestergaard-Poulsen (CVC). Om DT Group-casen har vi talt med Steen Weirsøe og Søren Vestergaard-Poulsen (CVC). Om Kompan-casen har vi talt med Carl Henrik Jeppesen, Christian Dyvig (Nordic Capital) og Michael Haaning (Nordic Capital). Om Vest-Wood-casen har vi talt med Asbjørn Berge, Hans Schmidt-Hansen og Per Christensen (Axcel).

Endelig en stor tak til Joachim Sperling for at have arrangeret disse samtaler, Trine Juul Wengel (Axcel) for generel information, Lars Thomassen (Axcel) for en praktisk introduktion til kapitalfonde, Anne L. Eberhard (Danske Bank) og Ivan Rasmussen (Nordea) for en praktisk introduktion til gældsfinansiering, og Gorm Boe Petersen (DVCA) for kommentarer og lister over opkøb.

Rapporten er bestilt og finansieret af Danish Venture Capital & Private Equity Association som en del af dennes igangværende projekt om "Mere åbenhed i kapitalfondene", men resultater, fortolkninger og konklusioner er forfatterens egne. Arbejdet med rapporten har været ledet af Professor Morten Bennedsen og Professor Steen Thomsen.

CEBR – Center for Economic and Business Research
Copenhagen Business School
Porcelæns haven 16A, DK-2000 Frederiksberg
T: + 45 38 15 34 79
F: + 45 38 15 34 99
W: www.cebr.dk

Executive Summary

Kapitel 1 giver et overblik over organiseringen af kapitalfonde og deres investeringer i en dansk kontekst. Kapitalfonde modtager kapitaltilsagn fra primært institutionelle investorer og denne kapital investeres i videreudviklingen af modne virksomheder med henblik på et fremtidigt salg indenfor typisk 3 til 7 år. Kapitalfondsmodellen bygger på et aktivt, privat ejerskab, en høj gældsfinansiering (gearing) af opkøbene og stærke pekuniære incitamenter til både ledelsen i porteføljevirkomhederne og partnerne i managementselskaberne bagved fondene.

En fonds levetid er ofte begrænset til 10 år. De første år bruges på at opbygge porteføljen. Når alle porteføljeselskaber er frasolgt lukkes fonden. Investorerne modtager løbende afkast, når porteføljeselskaberne udbetaler udbytter eller bliver frasolgt. Managementselskaberne bag fondene stiller med 1 til 5 % af den tilsagte kapital. Partnerne i selskaberne er aktivt involveret i videreudviklingen af porteføljevirkomhederne. Investorerne betaler typisk 1 % af den tilsagte kapital årligt og 20 % af fondens afkast over en nedre grænse på 8 % i afgift til managementselskabet.

Siden Nordic Private Equity Partners i 1991 overtog Broen Armatur er der sket en betydelig stigning i aktiviteten i Danmark. Det samlede antal fonde, der foretager buyouts, er mindst 17, og de har mere end 39 milliarder kroner under forvaltning og har foretaget buyout af 192 porteføljevirkomheder foruden mere end 100 minoritetsinvesteringer i andre selskaber. Fondene har til en hvis grad specialiseret sig i forskellige markedssegmenter. De mindste fonde fokuserer på generationsskifter i små og mellemstore virksomheder, og de største – primært udenlandske – fonde fokuserer på store gerne børsnoterede virksomheder. De fleste opkøb til dato er sket i virksomheder indenfor fremstillingssektoren.

I kapitel 2 opsummeres den internationale forskning i kapitalfondenes investeringer og performance. Fondenes investeringer har gennemgået tre faser. Første fase foregik primært i USA og England fra midten af 1980'erne frem til 1990 og var kendetegnet ved opkøb af konglomerater med henblik på at frasælge divisioner uden synergieffekter. Anden fase startede med en voldsom opbremsning i aktiviteten i USA

omkring 1990 blandt andet på grund af stærkt stigende renter. I sluthalvfemserne begynder aktiviteten så småt at brede sig til Europa. I den nuværende, tredje fase er der igen sket en voldsom aktivitetsstigning ikke mindst i Europa. I Danmark er størstedelen af aktiviteten sket i tredje fase.

Historisk set har den gennemsnitlige performance for investorerne i kapitalfondene ikke været særlig attraktivt givet graden af gearing i investeringerne. Ved den samme gearing har man over de sidste 15 år kunne opnå mindst det samme afkast ved at investere i et bredt aktieindeks.

Der er dog en række forhold, der gør, at investering i kapitalfonde kan være attraktivt i dag for mange institutionelle investorer. For det første er der meget stor variation i afkastet på forskellige fonde. Investorer der er i stand til at identificere de bedste fonde vil derfor opnå et meget attraktivt afkast. For det andet er der en tendens til, at managementselskaber med succesfulde fonde også har bedre fonde senere hen. Investorer kan dermed med fordel investere i nye fonde oprettet af managementselskaber med en god historisk track record. For det tredje videreudvikler kapitalfondene løbende deres investerings- og ejerskabsmodeller, og derfor er det muligt, at nuværende og fremtidige afkast er bedre end de historiske gennemsnit.

Det er vanskeligt at se dramatiske effekter af kapitalfondsejerskab på selskabsniveau. Internationale studier peger på, at virksomhedernes økonomiske performance forbedres gennem en øget overskudsgrad, produktivitet og vækst. Desuden falder beskæftigelsen i porteføljevirkomhederne. Faldet i beskæftigelsen kan både skyldes frasalg af aktiviteter og reduktion af arbejdsstyrken indenfor beholdte aktiviteter.

Kapitel 3 omhandler aktivt ejerskab, der ofte fremhæves som en af de væsentligste kilder til kapitalfondenes værdiskabelse. Med udgangspunkt i 10 case virksomheder har vi undersøgt betydningen af aktivt ejerskab (corporate governance) for kapitalfondsejede virksomheder. Casene kan ikke siges at være repræsentative, men de illustrerer hvordan nogle kapitalfonde arbejder.

Fondene har i flere tilfælde bidraget til vækst og indtjening i danske virksomheder, og aktivt ejerskab synes at være en del af forklaringen. Kapitalfondene spiller ikke mindst

en vigtig rolle som aftager af virksomheder, hvis eksisterende ejere ønsker at sælge. Det aktive ejerskab begynder med en omhyggelig udvælgelse af de virksomheder, fondene ønsker at eje, og hvor de mener at kunne tilføre noget, der skaber værdi, og slutter typisk 3 til 7 år senere, når de skiller sig af med virksomheden. Fondenes ejerskab suppleres med personligt ejerskab blandt fondenes medarbejdere og i porteføljevirkomhedernes bestyrelse og direktion. Vi finder, at et mere koncentreret, stærkere ejerskab giver et godt modspil til direktionen, hvor der fra begyndelsen etableres en fælles forståelse af virksomhedens udviklingsretning. Aktieejerskab synes at være et enkelt og virkningsfuldt incitament, der fokuserer ledelsens indsats og lægger en dæmper på politiske spil i ledergruppen. En tættere kontakt mellem bestyrelse og direktion end i børsnoterede virksomheder giver et godt kendskab til virksomhedens forhold, hvilket i mange tilfælde øger kvaliteten af bestyrelsesarbejdet.

Kapitalfondsejerskab er dog ikke nogen fribillet til værdiskabelse. Kapitalfondene kan tage fejl i deres valg af investeringer, og de kan udøve deres ejerskab uhensigtsmæssigt. Den begrænsede tidshorisont, den finansielle gearing og fondenes specialisering i finansielle kompetencer indebærer, at kapitalfondsejerskab ikke egner sig for alle virksomheder. Hertil kommer, at fondene er ganske forskellige. Værdiskabelsen i kapitalfondene hviler derfor på et godt match mellem ejerskab og virksomhed samt en kvalificeret udøvelse af ejerskabet.

Kapitel 4 giver et overblik over kapitalstrukturen i kapitalfondsejede virksomheder. Det måske vigtigste kendetegn ved kapitalfonde er, at de foretager gældsfinansierede (gearede) opkøb, hvor kapitalstrukturen i de overtagne virksomheder forskydes i retning af mere gæld og mindre egenkapital. Den øgede gældsoptagelse har givet anledning til bekymringer for de overtagne virksomhedernes finansielle sårbarhed. Lånefinansiering af en virksomheds eller kapitalfonds aktiviteter er dog ikke nødvendigvis noget problem men tværtimod en naturlig del af det økonomiske liv i et moderne samfund. Gælden modsvares af en risiko hos professionelle långivere, der må formodes at kunne varetage deres egne interesser.

I en undersøgelse af danske virksomheder har vi fundet, at gældsoptagelsen i en kapitalfondsejet virksomhed typisk stiger efter overtagelsen – i nogle tilfælde ganske meget – men nedbringes over tid. Vi har ikke fundet grund til at påtale

kapitalstrukturen i kapitalfondsejede virksomheder. Komplexiteten i kapitalfondenes selskabskonstruktioner herunder låntagning i holdingselskaber og komplekse lånekontrakter indebærer imidlertid, at vi ikke kan hævde at have et dækkende billede. Også på dette område kan man derfor sige, at øget åbenhed er en betingelse for at afklare kapitalfondenes betydning for samfundsøkonomien.

I rapportens sidste kapitel, kapitel 5, foretages en gennemgang af de skattemæssige implikationer af kapitalfondenes overtagelser af virksomheder. Der er god grund til at forvente, at i de fleste tilfælde hvor en kapitalfond overtager en virksomhed, vil denne virksomhed betale mindre i selskabsskat, end hvis virksomheden var blevet videreført med de oprindelige ejere. Kapitalfonde tilsigter – og har også unikke muligheder for – at presse fremmedkapitalandelen i kapitalgrundlaget op. Det fører større rentefradrag med sig, hvilket udhuler den skattepligtige indkomst og fører til lavere skattebetalinger – i hvert fald på kortere sigt.

Selve overtagelsen fører i almindelighed til betaling af skat fra de hidtidige ejere på deres kapitalgevinster ved salg af virksomheden. Ligeledes vil investorerne i en kapitalfond betale skat fra deres kapitalgevinster, når de til sin tid sælger virksomheden. Men disse kapitalgevinstskatter er ikke unikke for situationen med kapitalfondsejerskab. De oprindelige ejere kunne jo også senere sælge virksomheden til anden side, indkassere kapitalgevinster og betale skat heraf. Ergo er det svært at sige, om perioden med kapitalfondsejerskab alt i alt fører til større eller mindre betalinger af kapitalgevinstskatter.

Selskabsskatter og kapitalgevinstskatter er under alle omstændigheder kun en delmængde af de fulde skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab af en virksomhed. Det hører med til den fuldstændige beskrivelse at stille spørgsmål om, hvor de hidtidige ejere placerer deres midler, når de bliver købt ud; hvorfra banker, der leverer fremmedkapital til den opkøbte virksomhed, får deres midler; hvordan investorerne i kapitalfondene finansierer deres indskud der, osv. Særligt vigtigt er det at få klarlagt, hvorvidt de større fradrag for renter på fremmedkapital i virksomheden (holdingselskabet) modsvares af større kapitalindkomstbeskatning hos de parter, der leverer midler til de banker, der forsyner virksomheden med den forøgede fremmedkapital.

Der er en række uklarheder og usikkerheder, som omgærder den skattemæssige behandling af kapitalfondes aktiviteter. Den igangværende kontrolindsats over for (kapitalfonde og) overtagne virksomheder må formodes at rejse adskillige spørgsmål med henblik på afklaring. Man kan heller ikke udelukke yderligere ændringer i skattelovgivningen med konsekvens for kapitalfondes virke. Denne situation er dog ingenlunde unik for Danmark, der er tilsvarende usikkerheder og stridspunkter omkring kapitalfondes skatteforhold i lande, vi normalt sammenligner os med.

På trods af de nævnte uklarheder er en kapitalfond egentlig ikke noget specielt i skattemæssig henseende. Det er en særlig finansiel institution, som "lever af" at købe og sælge virksomheder. Men de investeringer, kapitalfonde foretager, og de betalingsstrømme, som virksomhedsovertagelserne giver anledning til, opfanges af skattesystemet. Noget andet er så, at kapitalfonden accentuerer og "tester" ømme punkter i skattesystemet. Så længe renter på gæld behandles anderledes end afkast på egenkapital, så længe beskatningen af internationale indkomster ikke er konsekvent, så længe der er problemer med at skille frugten af arbejdsindsats fra afkast af opsparing i skattesystemet, og så længe forskellige typer af kapitalindkomst undergår højst uens beskatning, så længe vil skatteydere kunne tænke skat og maksimere egen indtjening ved at minimere skattebetalinger. I den udstrækning dette sker i forbindelse med kapitalfondes aktiviteter, synes dette altså at være udtryk for et generelt fænomen.

1 Private Equity i en *dansk* kontekst.

I den bredeste definition inkluderer private equity alle investeringer i ikke-børsnoterede virksomheder; fra iværksættere over business angels og venture kapital til egentlige kapitalfonde. Denne rapport beskæftiger sig med kapitalfonde og deres porteføljeinvesteringer i en dansk kontekst.

Kapitalfonde er kendetegnet ved at investere i modne virksomheder - oftest med en stabil indtjening - med det formål at videreudvikle virksomheden med henblik på et fremtidigt salg. Fondene er overordnet set kendetegnet ved fem karakteristika:

1. *Aktivt ejerskab*: Tættere kontakt mellem ejere og ledelse, store udskiftninger i bestyrelsen, løbende kontakt mellem bestyrelse og daglig ledelse med strategi i fokus.
2. *Privat ejerskab*. Hvis de overtagne virksomheder er børsnoterede bliver de afnoteret, for at holde ejerskabet privat.
3. *Høj gældsfinansiering*. Fonden forestår i løbet af sin levetid en række opkøb af virksomheder, som finansieres med en relativt høj gældsandel.
4. *Incitamentsaflønnning*. Ledelsen i den overtagne virksomhed tilskyndes til at investere deres egne penge i virksomheden for at skabe incitament til at videreudvikle virksomheden gennem en andel af det fremtidige resultat.
5. *Temporært ejerskab*; exit indenfor 3-7 år.

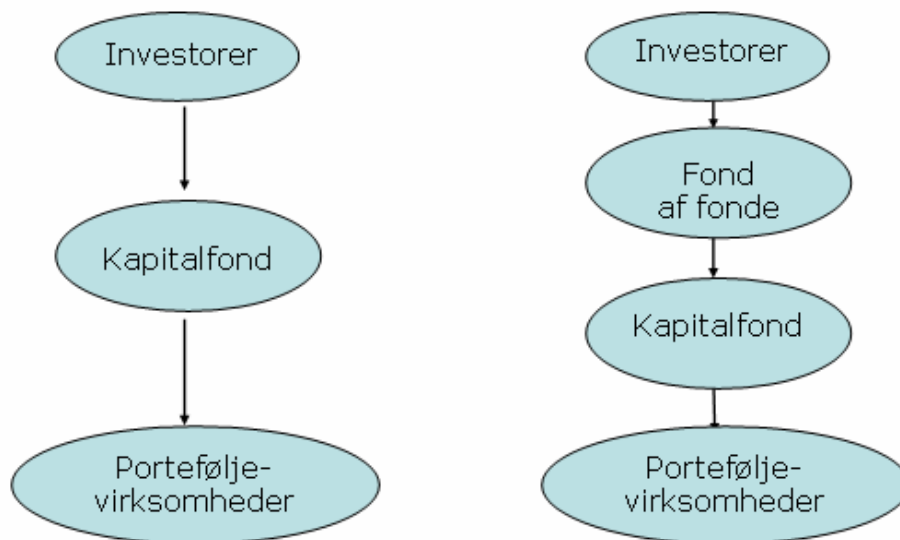
Kapitalfonde er dermed fundamentalt forskellige fra såkaldte hedgefonde, som foretager kortsigtede spekulative investering i markedstendenser, og fra venture kapitalfonde, som investerer i opstartsvirksomheder indenfor teknologitunge brancher. I mange sammenhænge behandles kapitalfonde sammen med både hedgefonde og venture kapital, hvilket formentlig skyldes, at opbygningen af fondsstrukturen er forholdsvis identisk. Hvad angår investeringsmodellen og de underliggende aktiver er der derimod få lighedspunkter.

De følgende afsnit er beregnet til at give et overblik over organiseringen af markedet for kapitalfonde, herunder hvordan fondene er organiseret, hvem der driver dem, og endelig hvordan de investerer og skaber værdi gennem deres investeringer.

1.1 Organiseringen af markedet for private equity investeringer

I princippet fungerer kapitalfonde som et finansielt og strategisk mellemlid mellem investorerne og porteføljevirkksomhederne. Investorerne i fonden eksponeres til privat equity gennem fondens investeringer i porteføljevirkksomheder. Eksponeringen kan ske enten ved et direkte kapitaltilsagn til en kapitalfond eller via en investering i en fond af fonde, som udvælger hvilke kapitalfonde, der skal gives kapitaltilsagn til, som igen investerer i de underliggende porteføljevirkksomheder. Figur 1.1 illustrerer de to modeller.

Figur 1.1. Opbygning af kapitalfonde - to modeller.

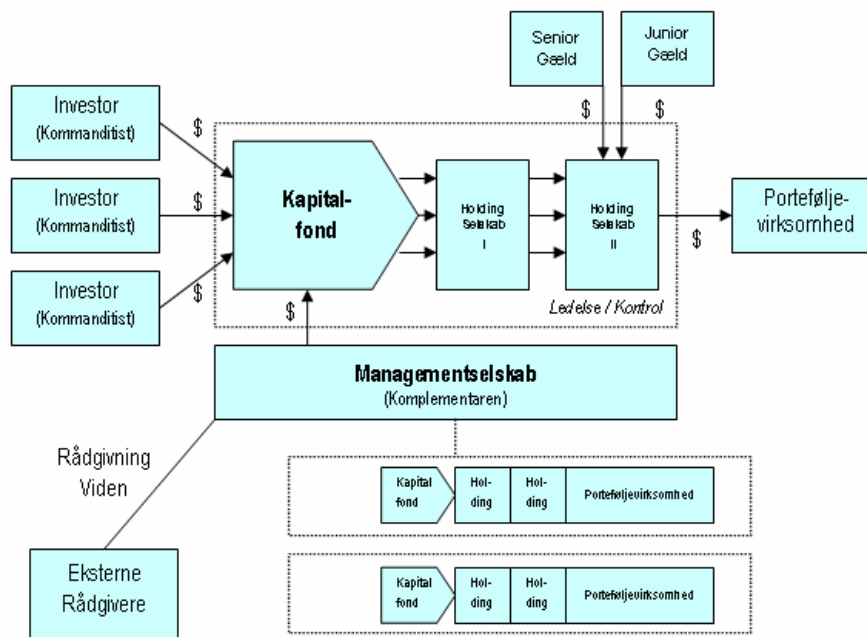


Kilde: Egen illustration.

På et afgørende punkt skiller den i figur 1.1 skitserede investeringsmodel sig ud fra traditionelle investeringsforeninger. Fondene bestyres af et managementselskab (selskabet bag ved kapitalfonden), som er ejet af fondens ledelse. Managementselskabet stiller typisk med 1 til 5 procent af den tilsagte kapital. Desuden er fondens ledelse aktivt involveret i videreudviklingen af porteføljevirkksomhederne.

Kapitalfonde er organiseret som limited partnerships (på dansk: *kommanditselskaber*), som har to typer af partnere: de generelle partnere (*komplementaren*) med ubegrænset hæftelse og partnerne (*kommanditisterne*), hvor hæftelsen begrænser sig til den indskudte kapital. Managementselskabet, som er etableret af ledelsen bag ved fonden, udfylder således rollen som komplementar, mens investorerne i fonden er kommanditister.¹ Investorerne i fonden giver et tilsagn om kapital, som fonden har mandat til at investere i porteføljevirkksomheder. Fondens mandat følger den strategi, der er lagt for fonden, da investorerne gav tilsagn om kapital. Mandatet kan f.eks. specificere hvilken størrelse virksomheder og hvilke brancher, der kan investeres i. Fondenes levetid bliver ligeledes fastsat ved kapitaltilsagnet. Den typiske fond har en levetid på 10 år med mulighed for forlængelse i 3 år, men tidsubegrænsede fonde er også en anvendt model. Figur 1.2 illustrerer et eksempel på organiseringen af en kapitalfond.

Figur 1.2. Organiseringen af kapitalfonde og deres investeringer.



Kilde: Egen illustration.

¹ En anden anvendt model er at oprettet et selskab ejet af managementselskabet til at udfylde rollen som komplementar i kapitalfonden.

I fondens første par år er den i investeringsfasen, hvor porteføljen bygges op. Når fonden har identificeret en egnet porteføljevirkksomhed og er kommet overens med de nuværende ejere om vilkårene for overtagelsen, beder fonden investorerne om at indskyde den andel af den tilsagte kapital, som er nødvendig for at gennemføre opkøbet. Investorerne indskyder altså først den tilsagte kapital i takt med, at kapitalfondene overtager porteføljevirkksomhederne. Typisk tager det mellem 3 og 5 år før den tilsagte kapital er investeret.

Selve overtagelsen af porteføljevirkksomheden sker ved at oprette et holdingselskab, hvor fonden indskyder den indhentede egenkapital fra investorerne og ledelsen (managementselskabet) bag ved kapitalfonden. Endnu et holdingselskab oprettes hvori egenkapital fra Holdingselskab I samt den kapital, der er rejst til overtagelsen gennem gældsfinansiering indskydes. Holdingselskab II forestår formelt opkøbet af porteføljevirkksomheden.

I forbindelse med overtagelsen indhentes der rådgivning fra jurister og revisionsfirmaer dels for at gennemføre overtagelsen og dels for at kunne foretage en statusgennemgang (*due diligence*) af opkøbskandidatens finansielle situation.

Den i figur 1.2 skitserede proces gentages for hvert opkøb, som fonden foretager. Desuden vil specielt de mere succesfulde fonde i løbet af fondens levetid forsøge at opnå tilsagn om finansiering af nye fonde drevet af samme managementselskab. Managementselskabet og ledelsen bag ved fonden kan således administrere flere fonde. Familien af fonde drives dog på individuel basis, selvom der er personsammenfald på ledelses- og investorsiden. Uafhængigheden sikres ved at udpege ansvarlige i kapitalfonden for hver enkelt investering, ligesom virksomhedshandler mellem fonde i samme familien er underlagt særlige betingelse, jævnfør det mandat investorerne har givet fonden.

Tilbagebetaling af afkastet på investorernes investering i fonden sker løbende. Langt størstedelen af afkastet udbetales, når en investering i en porteføljevirkksomhed realiseres gennem et salg eller en børsnotering. Foruden kapitalgevinsten ved salg vil investorerne modtage deres andel af udbetalte udbytter, såfremt formålet med udbytteudbetalingen ikke er at nedbringe gælden i kæden af holdingselskaber.

Managementselskabets indtjening kommer primært gennem to kanaler.² For det første betales der løbende afgift til selskabet bag ved fonden. Den typiske omkostningsstruktur ved en direkte investering i en kapitalfond er, at der løbende betales 1 procent af den tilsagte kapital per år. For det andet betales der en performanceafhængig afgift (carried interest), som ofte udgør omkring 20 procent af afkastet på hver enkelt porteføljeinvestering. Disse 20 procent kan enten være af hele afkastet eller af den andel af afkastet, som overstiger et givent benchmarkafkast på f.eks. 8 procent per år.³ Hvis der investeres indirekte gennem en fond af fonde, betales der yderligere en løbende afgift på 1 procent per år plus 20 procent af afkastet fra fondene. Ved at lægge et ekstra lag ind i investeringsmodellen (jf. figur 1.1) skal der således betales investeringsafgifter både til fonden af fonde, samt de underliggende kapitalfonde, som fonden af fonde investerer i.

1.2 Hvem investerer i fondene

Investorerne som giver tilsagn til kapitalfonde kan klassificeres ind i 4 overordnede grupper:

1. Institutionelle investorer (Banker, forsikringsselskaber og pensionskasser)
2. Virksomheder
3. Offentlige myndigheder
4. Fonde af fonde

Figur 1.3 viser fordelingen af kilderne til kapitaltilsagn til kapitalfonde, som er rejst i Europa og Danmark i 2006. Figuren medtager fonde af fonde, selvom disse fonde i princippet også har opnået kapitaltilsagn fra investorer. I Europa udgør fonde af fonde 18 procent af det samlede kapitaltilsagn, mens de blot udgør 3 procent i Danmark.

² Det er værd at understrege, at der kan være stor variation i hvordan de enkelte managementselskaber bliver aflønnet. De enkelte procentsatser kan varierer mellem selskaber. De nævnte størrelser dækker dog nogenlunde over de selskaber, vi har været i kontakt med i forbindelse med skrivningen af denne rapport.

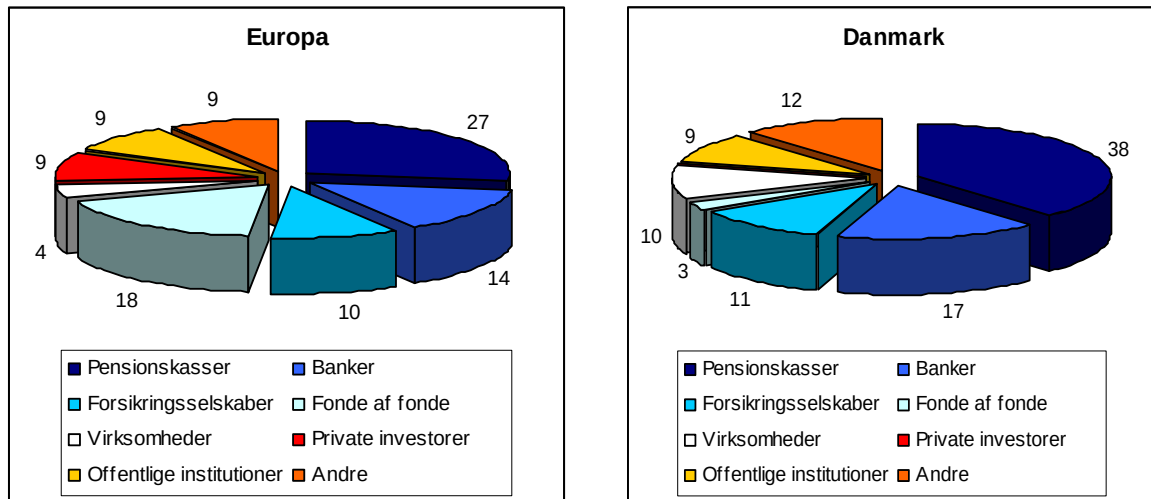
³ Det er oftest praksis, at den faste afgift udgør 1,5 % af den tilsagte kapital, hvis den performanceafhængige afgift afregnes for den andel af afkastet som overstiger et givent benchmarkafkast. Med andre ord betales enten 1 % af tilsagt kapital plus 20 % af afkastet, eller 1,5 % af tilsagt kapital og 20 % af afkastet fratrukket benchmarkafkastet på f.eks. 8 %.

Denne forskel illustrerer, at fonde af fonde er et relativt nyligt finansielt instrument, som er opstået for at hjælpe investorer med at placere deres investering i private equity.

I et såvel international som nationalt perspektivet er de institutionelle investorer den dominerende investortype i buyouts. Samlet set tegner de institutionelle investorer sig for 62,2 procent af den tilsagte kapital i Europa.⁴ Blandt gruppen af institutionelle investorer er det specielt pensionskasserne, som tegner sig for majoriteten, eftersom de bidrager med mere end halvdelen af den samlede kapital fra institutionelle investorer. Herefter følger banker og forsikringsselskaber. Denne tendens er endnu mere udtalt i Danmark, hvor to tredjedele af den tilsagte kapital er fra institutionelle investorer. Pensionskasser tegner sig igen for over halvdelen af de institutionelle investorer og dermed for over en tredjedel af det samlede tilsagn. Banker og forsikringsselskaber deler den resterende tredjedel, hvoraf bankerne tegner sig for lidt mere end halvdelen.

⁴ I figur 1.3 er fonde af fonde medtaget som en kapitalkilde. Fonde af fonde tiltrækker kapital fra den samme investorgruppe som kapitalfonden. Det mest retvisende billede af det relative kapitaltilsagn fås derfor ved at ekskludere fonde af fonde og antage, at de har samme fordeling af kapitaltilsagn som traditionelle fonde. Institutionelle investorers andel bliver dermed $51 \% \text{ af } 82 \% = 62,2 \%$.

Figur 1.3. Kapitaltilsagn til kapitalfonde i Europa og Danmark i 2006 fordelt efter kilde (%).



Kilde: EVCA Yearbook 2007.

I Europa udgør virksomheder 4 procent af det samlede kapitaltilsagn, mens offentlige myndigheder og andre (personer) begge tegner sig for 9 procent. I Danmark er virksomhedernes andel betydelig større, eftersom de udgør 10 procent, mens offentlige og andre kilder samlet set udgør 21 procent, fordelt med 9 procent fra offentlige midler og 12 procent fra andre kilder.

Samlet set tegner de institutionelle investorer anført af pensionskasser den langt største andel af det samlede kapitaltilsagn til kapitalfonde. Investorerne i buyouts adskiller sig dermed ikke afgørende fra de investorer, som dominerer børsmarkedet. I USA og England ejer de (indenlandske) institutionelle investorer mere end halvdelen af den samlede aktiekapital, mens andelen i Danmark ligger på omkring 30 procent. Medtages udenlandske institutionelle investorer i denne sammenhæng er andelen betydeligt højere. Med andre ord er investorerne bag ved fondene identisk med investorerne i børsnoterede virksomheder.

1.3 Hvordan investerer fondene?

Kapitalfondene opkøber virksomheder med henblik på videreudvikling og fremtidigt salg af virksomheden. Indenfor opkøb (buyouts) skelnes der mellem fire typer:

1. Leveraged buyout (LBO)
2. Management buyout (MBO)
3. Management buyin (MBI)
4. Institutional buyouts (IBO)

I en leveraged buyout finansieres transaktionen hovedsagelig ved hjælp af gæld. Den typiske virksomhed, der overtages, har derfor en lav gældsfinansiering eftersom det øger potentialet for gældsfinansiering. En management buyout er kendetegnet ved at opkøbet foretages af virksomhedens egen ledelse, men transaktionen er oftest gældsfinansieret og minder derfor om en LBO. Management buyin foretages af en udefrakommende gruppe, som er interesseret i selv at lede virksomheden. Endelig er en institutional buyout en LBO, som gennemføres af institutionelle investorer eller en kapitalfond.

I praksis opererer kapitalfondene med et miks af de forskelle opkøbstyper. Transaktionerne er oftest gældsfinansieret og involverer den nuværende (eller nye) ledelse i opkøbet gennem medinvestering. Desuden medvirker institutionelle investorer nogle gange som medinvestorer, f.eks. hvis den ønskede investering er større end fonden har mandat til, eller hvis der er særlige forhold (f.eks. ejerskab inden overtagelsen), hvor medinvestering løser et praktisk problem.

Investeringsmodellen betyder, at de opkøbte virksomheder kommer under aktivt ejerskab, eftersom ledelsen bag fonden er involveret i den strategiske videreudvikling af porteføljevirkomhederne. Det koncentrerede ejerskab giver fondens ledelse incitament til effektivt at kontrollere og overvåge virksomhedens udvikling. Fra et corporate governance synspunkt er denne model at foretrække, idet den minimerer muligheden for, at porteføljevirkomhedens ledelse ikke varetager aktionærernes interesser. Medinvesteringen fra porteføljevirkomhedens ledelse medvirker til at styrke denne organisatoriske fordel og fokusere på at pleje kapitalfondens interesser gennem en videreudvikling af virksomheden med henblik på at modtage en kapitalgevinst for arbejdet.

Endelig betyder organiseringen af fonden, at fondens ledelse foruden deres egen investering har deres omdømme som indsats, hvilket er et væsentligt element i

bestræbelserne på at opnå fremtidige kapitaltilsagn. Investorerne har på den anden side nogle håndgribelige rettigheder i form af investeringsmandatet, som begrænser ledelsens beføjelser, samt muligheden for gennem advisory boards at påvirke beslutningsprocessen.

Samlet set betyder organiseringen af fondene og deres investeringsmodel, at en række centrale principal-agent problemstillinger løses optimalt. Principal-agent problemstillingen mellem fonden og porteføljevirksohmhedens ledelse løses gennem incitamentsaflønning og fondens kontrol over virksomhedens bestyrelse, mens principal-agent problemstillingen mellem investorerne og fonden, løses gennem medinvestering og omdømmeeffekter samt begrænsning af fondens handlefrihed.

Succeskriteriet for en kapitalfond er gennem det tidsbegrænsede ejerskab at investere i en videreudvikling af virksomheden, således at virksomheden efter processen kan frasælges. Generelt set fokuseres der på tre typer af frasalg:

1. Børsnotering
2. Industrielt salg til en virksomhed indenfor branchen
3. Finansielt salg til en anden kapitalfond

Ved en børsnotering frasælger kapitalfonden helt eller delvist deres ejerskab. Frasalget vil oftest ske delvist, eftersom prisfastsættelsen af virksomheden afhænger af, hvor stor en andel den hidtidige ejer planlægger at holde efter børsintroduktionen. Efter børsnoteringen vil fonden forsøge at nedbringe ejerandelen for at lukke investeringen og returnere afkastet til investorerne. Ved et industrielt salg frasælges porteføljevirksohmheden til en større virksomhed indenfor branchen, som enten kan realisere synergieffekter eller har et ønske om at positionere sig bedre indenfor branchen. Endelig er tendensen til finansielle salg, hvor porteføljevirksohmheden overtages af en anden kapitalfond, stigende. Den nye kapitalfond investerer således i at fortsætte videreudviklingen af virksomheden med et fremtidigt frasalg for øje.

Eftersom en kapitalfonds levetid typisk er begrænset til 10 år fra kapitaltilsagn til lukning af fonden, arbejder de fleste kapitalfonde med en investeringshorisont på 5-7 år for hver enkelt porteføljeinvestering. De særligt succesfulde investeringer kan

frasælges efter f.eks. 3 år, mens de mindre succesfulde investeringer tenderer til at trække ud, mens ledelsen forsøger at ændre udviklingen. Investeringshorisonten på 5-7 år giver således fonden ro til at analysere potentielle investeringer i opstartsfasen, mens der mod slutningen af fondens levetid er mulighed for at forlænge levetiden såfremt videreudviklingen af porteføljeinvesteringen ikke skulle forløbe som planlagt.

Det følgende afsnit vil give et overblik over aktørerne på det danske private equity marked og deres investeringer.

1.4 Aktørerne på det danske private equity marked

I Danmark er der over de sidste små 25 år sket en markant udvikling i kapitalfondenes aktivitetsniveau. Alt imens markedet er under hastig udvikling i Storbritannien og USA i 1980'erne, er der ret beset ingen aktivitet i Danmark. Hen imod slutningen af 1980'erne oplever Danmark sin først LBO, da en investorgruppe ledet af SDS i 1987 overtager Sterling Airways. Igen i 1989 er SDS hovedaktøren med overtagelserne af konglomeratet Kosan Group og RJR Nabiscos nordiske fødevareaktiviteter, som bliver til det nystiftede Oxford Biscuits Holding.

I 1990 etableres den første danske kapitalfond, Nordic Private Equity Partners (NPEP), med et samlet tilsagn på 165 mio. kr. Fonden har dog officielt hjemsted på Kanaløerne, så formelt set er det kun ledelsen og en del af den indskudte kapital, der er dansk. NPEPs første transaktion bliver overtagelsen af Broen Armatur i 1991. I 1994 rejser NPEP deres anden fond med en samlet investeringskapital på 150 mio. kr. Sammenlignet med de senere fonde er NPEPs størrelse relativt begrænset.

Herefter følger en række opkøb foretaget af den finske kapitalfond Capman og svenske Industri Kapital samt enkelt opkøb fra andre udenlandske kapitalfonde. I perioden frem til 1995 er Danske Kapitalanlægs overtagelser af Reson i 1991 og Danfysik i 1993 og NPEPs aktiviteter de eneste danske undtagelser.

Først med etableringen af Axcel Industriinvestor i 1994 begynder de lokale aktører på det danske private equity marked for alvor at nærme sig den investeringsmodel, organisering og størrelse, som er blevet udviklet i udlandet i årtiet forinden (se afsnit 2

for en historisk oversigt). Axcel afviger dog fra normen ved ikke at have en tidsbegrænsning på investeringens varighed, ligesom der ikke er adskillelse mellem investerings- og managementselskabet.⁵ I alt lykkedes det Axcel at opnå tilsagn om 200 mio. kr. i kapital fra fire investorer herunder PKA og Unibank. Axcel's første opkøb sker året efter, da Everton og SCO overtages og fusioneres til Everton Schmidt. I løbet af Axcel Industriinvestors levetid er kapitalen løbende blevet udvidet til 1,1 mia. kr. I 2000 rejses Axcel II med 2,5 mia. kr. i tilsagt kapital, efterfulgt af Axcel III i 2005 med 3 mia. kr.

I 1998 startes Polaris Private Equity med en samlet kapital på 1,6 mia. kr. fra blandt andre Danske Bank, Danica, PFA og ATP. I perioden efter årtusindeskiftet er en række primært mindre kapitalfonde blevet etableret. Denne gruppe omfatter blandt andet Dania Capital, Erhvervsinvest Nord og Odin Equity Partners i 2004. Desuden har børsnoterede ITH Industri Invest (nu Renewagcy) og investeringsbanken FIH foretaget investeringer i private equity igennem en længere periode, selvom begge initiativer for nylig er blevet lukket. I 2005 etablerer Lønmodtagernes Dyrtidsfond LD Equity ved at indskyde deres beholdning i 23 unoterede virksomheder i den første fond. Efterfølgende er to nye fonde blevet rejst i samarbejde med andre institutionelle investorer, således at LD Equity samlet set har 7,5 mia. kr. under forvaltning. Det skal dog bemærkes, at LD Equity både investerer i venture kapital og foretager egentlige private equity investeringer. Endelig er kapitalfondene Capidea, Deltaq, EVO og Executive blevet etableret indenfor de sidste par år.

Foruden de danske aktører opererer en lang række udenlandske kapitalfonde med eget kontor i Danmark. Blandt denne gruppe findes nogle af de største aktører på det europæiske marked: 3i (Storbritannien), Altor (Sverige), Capman (Finland), CVC Capital Partners (Storbritannien), EQT Partners, Industri Kapital (Sverige), Nordic Capital (Sverige), og Procuritas Partners (Sverige).

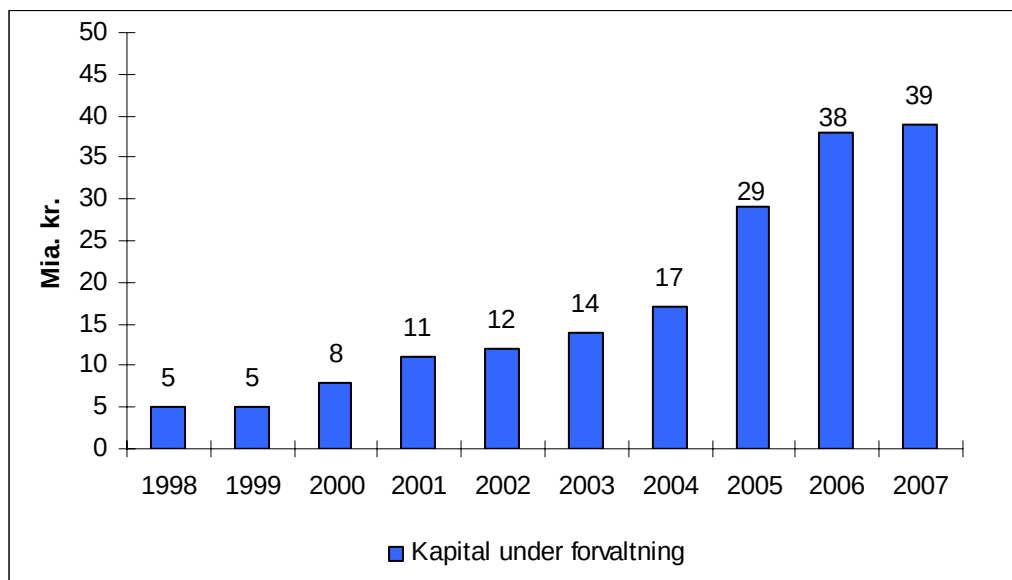
Foruden kapitalfondene er en række fonde af fonde blevet etableret. Danske Banks initiativ Danske Private Equity Partners blev startet i 1999 og har for nylig åbnet sin fjerde fond. Det samlede kapitaltilsagn i de fire fonde af fonde er 1,7 mia. Euro.

⁵ Ved oprettelse af Axcel II i 2000, tidsbegrænses investeringernes varighed, ligesom der indføres en adskillelse mellem investerings- og managementselskab.

Danske PEP investerer dog både i private equity og venture kapital, ligesom investeringerne er geografisk diversificerede i primært Europa og USA. I 2001 etablerede Nordea et lignende initiativ under navnet Nordea Private Equity, hvor de senere fonde udelukkende fokuserer på private equity investeringer. ATP har ligeledes i 2001 etableret ATP Private Equity Partners, som fungerer som en fond af fonde. Til dato har ATP PEP etableret 3 fonde med i alt 6 mia. kr. under forvaltning. I 2007 blev North Sea Capital etableret via en spin out fra Nordea Investment Management. Endelig opnåede den seneste fond af fonde, Scandinavian Private Equity Partners, finansiering via en børsintroduktion i 2007.

Figur 1.4 viser Vækstfondens opgørelse af den tilsagte kapital i perioden fra 1998 til 2007.

Figur 1.4. Tilsagt kapital til kapitalfonde i Danmark, 1998-2007.



Kilde: Vækstfonden (2007).

Note: Vækstfonden medtager ikke fonde af fonde i deres opgørelse.

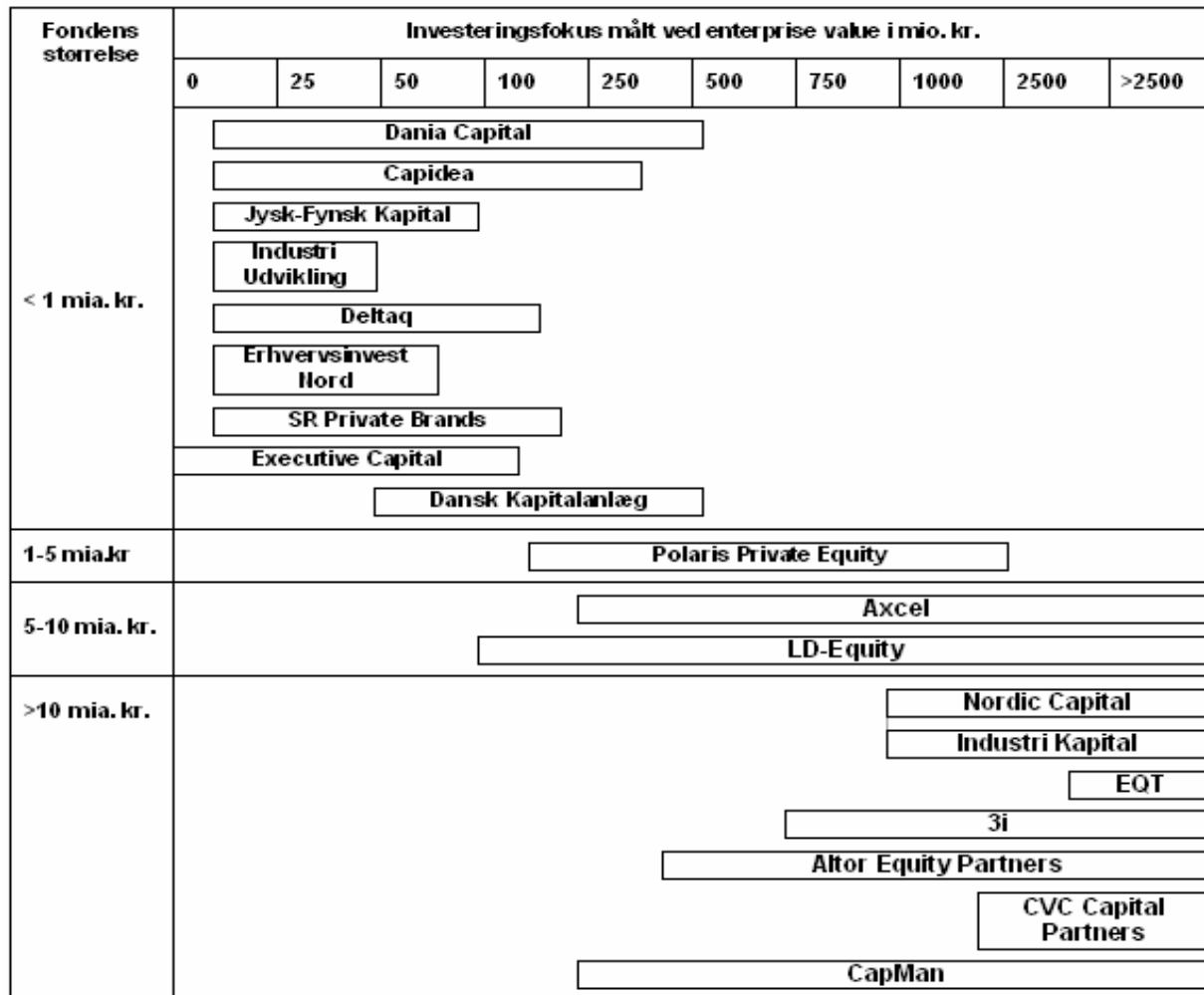
Den stigende aktivitet i Danmark fremgår af figur 1.4. Fra 1998 til 2007 er kapitalen under forvaltning steget fra 5 mia. kr. til 39. mia. kr. Den samlede tilsagte kapital er dog større eftersom Vækstfondens opgørelse ikke medtager alle fonde. I 2007 er Vækstfondens tal således baseret på 13 fonde, mens Dansk Venture Capital & Private

Equity Association's medlemsliste tæller 14 kapitalfonde, 7 investorer i minoritetsandele samt 5 fonde af fonde.⁶ Dertil kommer danske EVO og Odin Equity Partners, samt Procuritas Partners og andre udenlandske fonde med fokus på de nordiske lande. Det samlede antal kapitalfonde i Danmark som foretager buyouts er dermed mindst 17.

Figur 1.5 viser fondenes størrelse og deres investeringsfokus målt ved enterprise value, dvs. den gældsfrie overtagelsessum for potentielle porteføljevirkksomheder. I takt med at fondenes størrelse (målt ved den tilsagt kapital) vokser, stiger størrelse af de potentielle porteføljevirkksomheder. Mindre kapitalfonde som f.eks. Dania, Capidea og Deltaq fokuserer således på virksomheder med en værdi på gældsfri basis på under 500 mio. kr., mens de større danske (familier af) fonde, som Polaris, Axcel og LD Equity fokuserer på mellemstore virksomheder. Endelig fokuserer de større udenlandske kapitalfonde som Nordic Capital, Industri Kapital, EQT og CVC Capital Partners på virksomheder med en gældfri værdi på mindst 1 mia. kr.

⁶ DVCAs medlemsliste består af 26 private equity medlemmer, bestående af 14 kapitalfonde (3i, Altor, Axcel, Capidea, Capman, CVC, Dania Capital, Deltaq, EQT, Executive, LD Private Equity, Industri Kapital, Nordic Capital og Polaris), 7 investorer i minoritetsandele (Danske Kapitalanlæg, Danske Bank - Danske Markets, Erhvervsinvest Nord, Industri Udvikling, Jysk-Fynsk Kapital, Nordic Growth og SR Private Brands) og 5 fonde af fonde (ATP Private Equity Partners, C.W. Obel, Danske Private Equity, KirkBI og Scandinavian Private Equity Partners) foruden den islandske bank Glitnir, der også tilbyder gældsfinansiering.

Figur 1.5. Kapitalfondens størrelse og investeringsfokus.



Kilde: DVCA.

Note: Enterprise value er overtagelsessummen på gældfri basis.

1.5 Aktiviteten på det danske marked

Som nævnt var Nordic Private Equity Partners opkøb af Broen Armatur i 1991 den første investering i en dansk porteføljevirkksomhed. Efter en stille opstartsperiode har aktiviteten været støt stigende siden midten af 1990'erne. Figur 1.6 viser den samlede aktivitet på det danske marked for buyouts målt ved antallet af buyouts foretaget af kapitalfondene. Figuren er udarbejdet efter en opgørelse over danske private equity investeringer i perioden fra januar 1991 til april 2008 foretaget af DVCA. Denne liste

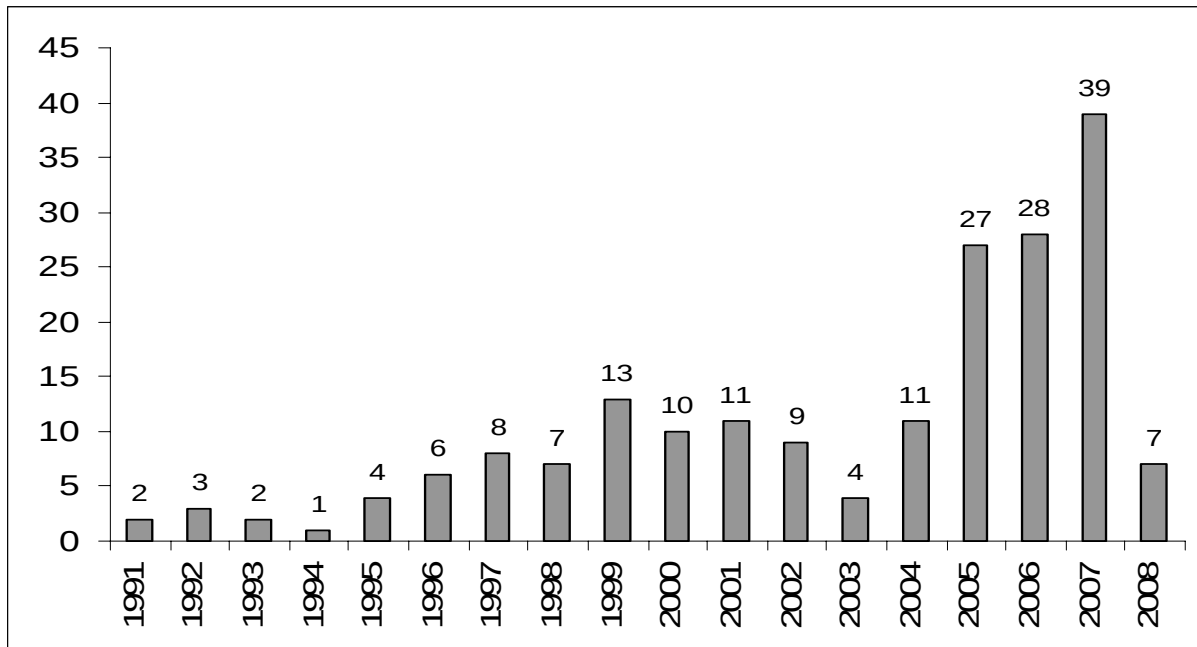
indeholder 307 investeringer i porteføljevirkksomheder foretaget af kapitalfonde og medtager både minoritets og majoritetsinvesteringer. Eftersom denne rapport fokuserer på opkøb, medtager figur 1.6 ikke investeringer i minoritetsandele foretaget af Dansk Kapitalanlæg, Erhvervsinvest Nord, Industri Udvikling, Jysk-Fynsk Kapital og SR Private Brands.⁷ Derimod medtages alle investeringer foretaget af LD Equity, selvom omkring halvdelen af fondens investeringer er i minoritetsandele.⁸ Listen over buyouts, som er medtaget i figur 1.6, er gengivet i rapportens appendiks og indeholder 192 porteføljevirkksomheder.

Fra et beskedent antal i begyndelsen af perioden er aktiviteten vokset betydelig. Af de i alt 192 investeringer, der er foretaget i perioden fra 1991 til maj 2008, er 146 (76 procent) foretaget efter årtusindeskiftet. Alene i 2007 foretog kapitalfondene således 39 opkøb af danske virksomheder.

⁷ Dansk Kapitalanlæg har foretaget en række investeringer i minoritetsandele, som senere er blevet suppleret med yderlige opkøb for at opnå en majoritetsandel (f.eks. postkasseproducenten ME-FA og fremstillingsvirksomheden M&J Industries). Som en konsekvens af vores fokus på buyouts medtages disse investeringer ikke i oversigten.

⁸ Af LD Equitys 23 investeringer er de 11 majoritetsandele, mens de resterende 12 er minoritetsandele. LD Equitys minoritetsinvesteringer foretages dog i de fleste tilfælde i tæt samarbejde med virksomhedens ledelse eller en anden kapitalfond, hvorfor de er medtaget i opgørelsen over buyouts.

Figur 1.6. Antallet af opkøb foretaget af kapitalfonde i Danmark, 1991-2008.



Kilde: Baseret på tal fra DVCA. Se appendiks for en nærmere beskrivelse.

Note: I opgørelsen medtages ikke investeringer i minoritetsandel foretaget af Dansk Kapitalanlæg, Erhvervsinvest Nord, Industri Udvikling Jysk-Fynsk Kapital og SR Private Brands. Derimod medtages alle investeringer foretaget af LD Equity eftersom fonden fremadrettet fokuserer på både buyouts og minoritetsandele. Antallet af opkøb for 2008 dækker perioden fra januar til april.

Af de i alt 192 investeringer til dato tegner de mest aktive aktører sig for hovedparten. Axcels tre fonde har således medvirket til hele 31 opkøb, hvilket svarer til omkring 16 procent af alle opkøb. I samme periode har udenlandske kapitalfonde stået for opkøbet i lidt over halvdelen (100 af 192 buyouts) af alle buyouts, hvoraf de nordiske kapitalfonde tegner sig for de 41. Tabel 1.7 viser antallet af opkøb fordelt på de 10 mest aktive kapitalfonde i Danmark.

Tabel 1.7. Antal opkøb blandt de mest aktive kapitalfonde i Danmark, 1991-2008.

Navn	Etableringsår	Land	Antal opkøb
Axcel	1994	Danmark	31
LD Equity	2005	Danmark	23
Polaris	1998	Danmark	17
Capman	1989	Finland	13
EQT	1994	Sverige	10
Odin Equity Partners	2005	Danmark	8
Nordic Capital	1990	Sverige	8
CVC	1981	Storbritannien	6
3i	1983	Storbritannien	6
Industri Kapital	1989	Sverige	6

Kilde: Baseret på tal fra DVCA.

Note: Hvis to fonde (eller flere) samarbejder om et opkøb, krediteres begge fonde for at have medvirket til et opkøb. Se appendiks for en mere detaljeret gennemgang. Opkøb for 2008 dækker perioden fra januar til april. Bemærk at Nordic Private Equity Partners i 2001 blev overtaget af Capman.

Det fremgår af tabel 1.7 at aktiviteten på det danske marked, foruden Axcel, er præget af danske LD Equity og Polaris, finske Capman (Bemærk at Capman i 2001 overtog NPEP og at de derfor samlet set har stået for 13 opkøb) og svenske EQT. De tre mest aktive fonde tegner sig for omkring en tredjedel af all buyouts (71 af de 217 deltagende kapitalfonde i de 192 opkøb), mens de 10 mest aktive kapitalfonde har tegnet sig for over halvdelen af aktiviteten. Endelig viser tabel 1.8 fordelingen af de 192 opkøb på brancher.

Tabel 1.8. Antal opkøb i Danmark fordelt på brancher, 1991-2008.

Branche	Antal	Andel (%)
Fremstilling	122	63,5
Service	22	11,5
Handel	19	9,9
Detailhandel	12	6,3
IT udvikling	8	4,2
Bygge- og anlæg	4	2,1
Transport	4	2,1
Forskning	1	0,5
Alle	192	100.0

Kilde: Baseret på tal fra DVCA.

Fremstillingsvirksomheder tegner sig ikke overraskende for over halvdelen af samtlige opkøb (122 ud af 192), eftersom disse virksomheder oftest har en stabil indtjening, som muliggør en relativt høj gældsfinansiering. Foruden fremstillingsvirksomheder har fondene investeret i 22 servicevirksomheder og 19 virksomheder indenfor handel. Øvrige brancher udgør omkring 15 procent af alle transaktioner.

2 Overblik over den internationale forskning i kapitalfondes performance

Som vist i det foregående kapitel er antallet af virksomheder under kapitalfondsejerskab stærkt stigende i disse år i Danmark. I dette kapitel giver vi en introduktion til kapitalfonde i en international sammenhæng. Organisationsformen i danske kapitalfonde og i ejerskabet af danske porteføljevirkksomheder er grundlæggende meget international. Det er mange mekanismer i danske kapitalfonde, vi genser i amerikanske, engelske og andre udenlandske fonde – især med hensyn til organiseringen af fondene og de bagvedliggende private equity selskaber, organiseringen af ejerskabet over porteføljevirksomhederne, længden af ejerskabet og måden at drive virksomheder.

For at forstå disse sammenhænge vil vi i dette kapitel give en introduktion til kapitalfondsejerskab i en international kontekst. Vi starter kapitlet med en kort historisk introduktion til kapitalfonde med fokus på USA. Dernæst fokuserer vi, på hvad kapitalfondene investerer i, og gennemgår de væsentligste studier af, om der skabes værdier i kapitalfondene, og hvad de økonomiske resultater af fondsejerskab er for de virksomheder, som fondene investerer i.

2.1 Karakteristik af kapitalfondene og porteføljevirksomhederne

2.1.1 Historisk udvikling

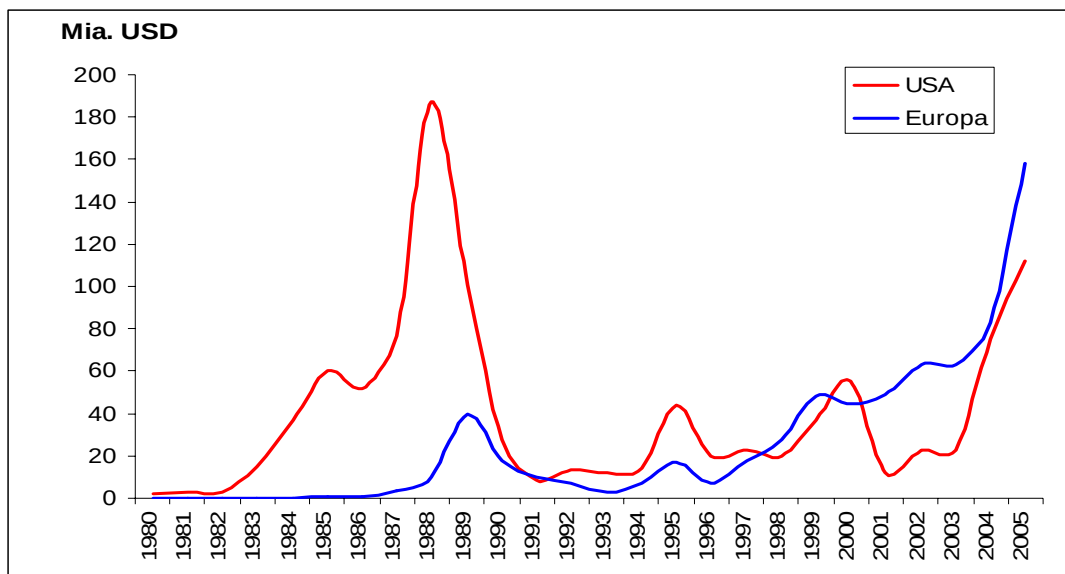
Selvom det første opkøb af en børsnoteret virksomhed, hvor overtagelsen primært var gældsfinansieret, fandt sted i 1955 i USA, da McLean Industries overtog Waterman Steamship Corporation med en gældsfinansiering på 85 %, var det først i 1964, at det første eksempel på kapitalfondenes arbejdsmodel så dagens lys. Det var da investeringsbanken Bear Stearns under ledelse af Kohlberg og Kravis opkøbte Orkin

Exterminating Company og afnoterede selskabet.⁹ I perioden frem til 1980 er buyout-aktiviteterne stadig i sin spæde fase, og aktørerne begrænser sig til enkelte venturekapitalfonde, som begynder at interessere sig for buyouts og grupper organiseret omkring investeringsbanker som f.eks. Bear Stearns.

I slutningen af 1970'erne og 1980'erne oprettes de første kapitalfonde i USA, som specialiserer sig i buyouts. Kapitalfondene anvender samme organisering som den venturekapitalfondene i årene forinden har udviklet blandt andet for at omgå den amerikanske lovgivningens restriktioner på anvendelse af incitamentsaf lønning i investeringsselskaber, som er afgørende for succes i ikke-børsnoterede virksomheder.

Figur 2.1 viser markedsværdien af buyout investeringer i USA og Europa over de sidste tre årtier. Figuren viser 3 klart adskilte faser i aktivitetsniveauet for kapitalfonde.

Figur 2.1. Markedsværdien af buyout-investeringer i USA og Europa, 1980-2006.



Kilde: Gaughan (2007) og Thomson Financials.

⁹ Kohlberg og Kravis kommer senere til at spille en af hovedrollerne i udbredelsen af kapitalfondenes investeringer. I 1976 stifter de sammen med Roberts, Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR), som igennem 1980'erne er den dominerende kapitalfond i USA. I Danmark kom KKR for alvor i fokus, da de sammen med 4 andre kapitalfonde i 2005 overtog TDC.

Første faste 1980-1990: Kapitalfondene ekspanderer voldsomt i USA.

I 1980 og de følgende år kommer der for alvor gang i udviklingen af kapitalfondene i USA. En ændring af reguleringen af pensionskassers investeringer åbner op for et helt nyt marked for kapital, beskatningen af kapitalindkomst lempes betydeligt og i august 1982 beslutter den amerikanske centralbank, Federal Reserve, at lempe pengepolitikken, hvilket medfører faldende renter på lange obligationer. Alt sammen forhold som forbedrer kapitalfondenes muligheder for at tiltrække risikovillig kapital.

I de følgende år går udviklingen stærkt. Mens investorerne i hele 1980 giver kapitaltilsagn for i alt \$160 mio. til fondene, så er beløbet steget til \$1,6 mia. i 1983. Fire år senere i 1987 når de samlede tilsagn om ny kapital \$14,6 mia., hvoraf den dominerende aktør i USA, Kohlberg, Kravis og Roberts 1987-fond, alene tegner sig for \$5,6 mia.

Den store stigning i den kapital, som er til rådighed for fondene, kommer efterfølgende til udtryk i et stigende aktivitetsniveau. Fondenes finansielle muskler er endda betydelig større end kapitaltilsagnene angiver, eftersom det typiske opkøb i 1980'erne finansieres med helt op til 95 % gæld. Med andre ord giver de nye kapitaltilsagn for \$14,6 mia. i 1987 mulighed for at foretage opkøb for mere end \$200 milliarder. Virkningen på aktivitetsniveauet bliver derfor markant. Fra at have spillet en mindre betydende rolle bliver kapitalfondenes opkøb nu forsidestof på erhvervsredaktionerne i USA. Den voldsomme vækst i USA i firserne fremgår tydeligt af figur 2.1.

Udviklingen kulminerer i 1988, hvor den samlede værdi af kapitalfondenes transaktioner løber op i \$185 milliarder. I Europa er aktiviteten på dette tidspunkt stadig relativt begrænset, men mod slutningen af 1980'erne begynder deciderede europæiske kapitalfonde at blive etableret. Aktiviteterne begrænser sig dog primært til Storbritannien og nogle få andre lande.

Anden fase 1990-2000: Opkøbsaktiviteten holder pause.

Som det igen fremgår af figur 2.1, så sker der en opbremsning i aktivitetsniveauet omkring 1990, og denne stilstand varer det meste af det næste årti.

Det drastiske aktivitetsfald har flere årsager, der alle gør det vanskeligere at rejse risikovillig kapital. Det er der to overordnede økonomiske årsager til: For det første kollapse markedet for risikofyldte virksomhedsobligationer i USA efter en serie af medieomtalte konkurser. Markedet for de mest risikofyldte obligationer – de såkaldte junk bonds – er stærkt præget af, at den førende investeringsbank i dette marked, Drexel Burnham Lambert, gik konkurs, og at bankens chef dealmaker Michael Milken blev anklaget for 96 forhold af økonomisk kriminalitet og fik en 10-årig fængselsdom.

For det andet befinder den amerikanske økonomi sig i en recession, som begrænser investorernes risikovillighed, og samtidig stiger den generelle usikkerhed i de finansielle markeder da, Golfkrigen begynder. Resultatet er stærkt stigende renter og en drastisk nedgang i aktivitetsniveauet, hvilket kommer til at præge den efterfølgende periode.

Fra midten af 1990'erne begynder aktiviteten så småt at vende tilbage, men først efter årtusindeskiftet når kapitalfondenes investeringer samme niveau som højdepunktet i 1980'erne.

Tredje fase 2000-?: Global ekspansion.

Efter årtusindeskiftet stiger kapitalfondenes aktivitetsniveau atter. Forklaringen på den stigende aktivitet skyldes i særlig grad ændringer i den overordnede makroøkonomiske udvikling. Økonomien befinder sig i det, der populært beskrives som verdenshistoriens længste højkonjunktur, og renterne er tilmed rekord lave. Muligheden for at rejse risikovillig kapital er igen til stede, hvilket betyder fornyet aktivitet for kapitalfondene. I denne tredje fase af kapitalfondenes indtog er det bemærkelsesværdigt, at aktiviteten for alvor har bredt sig til Europa (og Asien).

Siden 2001 har kapitalfondens investeringer i europæiske virksomheder således været større end de amerikanske i alle år. Til sammenligning udgør amerikanske virksomheder 40-50 % af børsværdien i verden, mens EU tegner sig for 25-30 %. En af grundene til det stigende aktivitetsniveau i Europa er formentlig, at integrationen af de europæiske økonomier med EU har fjernet nogle af de traditionelle hindringer for konsolidering af brancher på tværs af de europæiske lande, og samtidig har introduktionen af Euroen reduceret risikoen forbundet med svingende valutakurser.

Selvom det endnu er for tidligt at konkludere, at kapitalfondenes aktiviteter er stagneret, så peger en række makroøkonomiske indikatorer på det: Konjunktoren er begyndt at vende, renterne i Europa er steget, boligmarkedet er vendt, og subprime-krisen i USA har øget den generelle usikkerhed i de finansielle markeder. Alt samme forhold der peger i retning af en lavere aktivitet i de kommende år.

I de følgende afsnit beskriver vi hvilke virksomheder, fondene har investeret i, og hvad den historiske performance har været for både private equity fondene og deres porteføljeselskaber.

2.1.2 Hvilke virksomheder investerer fondene i

Der er en lang række karakteristika som kendetegner den klassiske investeringscase for en private equity fund:

1. *Stabile cash flows.* Muliggør høj gældsfinansiering til en lavere rente eftersom risikoen er mindre.¹⁰
2. *Stabil og erfaren ledelse.* Giver kreditorerne tillid til ledelsens evne til at afdrage gælden.
3. *Mulighed for strategisk udvikling af virksomheden.* Hvis der f.eks. er mulighed for at lave branchekonsolidering eller at gøre en lokal virksomhed stærk internationalt, vil det muliggøre værdiskabelse i virksomheden.
4. *Mulighed for at optimere driften.* Øger muligheden for at skabe værdi gennem effektiviseringer. Effektiviseringerne tager typisk form af en kritisk gennemgang af medarbejderstaben, reducere af arbejdskapitalen, eliminering af overskudskapacitet og øget udgiftskontrol.
5. *Eliminering af unødvendige udgifter.* Specielt i kapitalfondenes første fase i USA var mange af de overtagne virksomheder kendetegnet ved overinvestering i uprofitable projekter og manglende varetagelse af aktionærernes interesser.

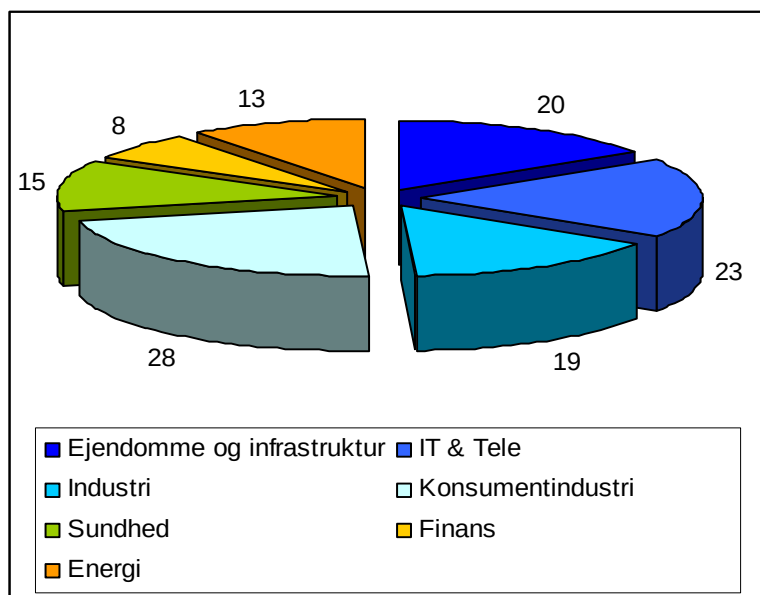
¹⁰ Et studie af Lehn og Poulsen (1989) bekræfter, at dette er et attraktivt karakteristika eftersom overtagelsespræmien i forbindelse med LBOs er større for virksomheder med et stabilt cash flow.

6. *Høj gældsfinansiering.* Øger muligheden for at drage fordel af rentefradragsretten og skabe værdi gennem høj gældsfinansiering.
7. *Mulighed for frasalg.* Medvirker til værdiskabelsen gennem fokusering på virksomhedens kernekompetencer. Desuden frigiver frasalget kapital, som kan anvendes til at nedbringe gælden og reducere renteudgifterne.
8. *Virksomheder med lav værdifastsættelse.* En mulig kilde til skabelsen af merværdi er at opkøbe virksomheder, hvor markedsværdien ikke afspejler virksomhedens reelle værdi.¹¹

Eftersom de overordnede karakteristika for potentielle porteføljevirkksomheder varierer fra branche til branche, vil der være en tendens til, at virksomheder indenfor bestemte brancher egner sig bedre til at blive overtaget af en kapitalfond. Stabile cash flow er blot et eksempel på en egenskab, som er mere branche- end virksomhedsbestemt. Figur 2.2 viser derfor kapitalfondenes seneste investeringer fordelt på brancher i 2005-2006.

¹¹ To studier bekræfter, at private equity fonde er gode til at time deres investering, eftersom fondene køber, når industriens værdifastsættelse er lav, modsat industrielle købere som typisk foretager opkøb, når de selv har råd (Bargeron et al., 2007; Thomsen & Vinten, 2007).

Figur 2.2. Private equity fondenes globale opkøb fordelt på brancher, 2005-2006.



Kilde: Citigroup.

Note: Medtager alle globale opkøb i perioden 1. januar 2005 - 1 juni 2006.

Det fremgår af figur 2.2, at størstedelen af kapitalfondenes opkøb sker indenfor brancher med stabile cash flows, som muliggør en høj gældsfinansiering. Ejendomme, infrastruktur, konsumentindustri og energi udgør således mere end 60 % af de samlede global opkøb. Samtidig er buyouts i mere volatile brancher som IT og Tele og Sundhed fokuseret på de delbrancher, som har en mere stabil indtjening. I sundhedsbranchen fokuseres der derfor på producerende medicinalvirksomheder frem for biotek, mens der tilsvarende i IT og Tele er størst fokus på telekommunikation.

Ud fra et risikosynspunkt er kapitalfondenes investeringer kendetegnet ved en relativt lav operationel risiko, eftersom fondene fokuserer på virksomheder med et stabilt cash flow. Omvendt betyder den finansielle gearing af opkøbet, at den finansielle risiko er betydelig. Fra en samlet risiko betragtning vil det dog oftest være sådan, at den høje finansielle risiko dominerer den lave operationelle risiko. Den typiske investering er således oftest mere risikofyldt end en gennemsnitlig børsnoteret virksomhed, hvilket er en vigtig observation, når vi i det følgende afsnit betragter fondenes historiske performance.

2.2 Kapitalfondenes historiske performance

Den internationale forskning i private equity investeringer fokuserer typisk både på venture kapital og kapitalfonde, selvom de to typer af underliggende investeringer er fundamentalt forskellige. En af årsagerne til denne umiddelbare sammenblanding er, at persongruppen bagved fondene i USA og England ofte foretager investeringer i både venture og kapitalfonde.¹² Eftersom denne rapport beskæftiger sig med kapitalfonde, vil vi i det følgende fokusere på disse, så godt det er muligt.

Før vi præsenterer en oversigt over afkaststudier er det vigtigt at forstå hvordan performance måles. Afkastet på en investering måles ved den interne rente. Den interne rente måler det gennemsnitlige afkast på en investering ved at tage højde for alle cash flow og tidspunktet for hvert cash flow. Afkastet er dermed vægtet med den faktiske investering og tidspunktet for investeringen.

For at kunne vurdere om afkastet målt ved den interne rente på en given investering har været tilfredsstillende, skal den ses i forhold til det forventede afkast. Det forventede afkast er bestemt af risikoen ved den pågældende investering, og måler således afkastet på en alternativ investering med samme risiko. Hvis afkastet på en investering er højere end det forventede afkast, har investeringen skabt merværdi. Forrentning af investeringen har tilsvarende været utilfredsstillende, hvis det opnåede afkast er lavere end det forventede.

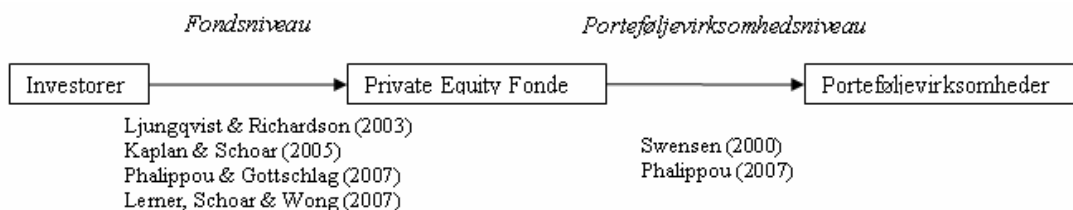
For at få et retvisende billede af kapitalfondes historiske performance er det derfor nødvendigt at kunne måle både det faktiske afkast og risikoen ved investeringen. I praksis har dette vist sig at være svært, eftersom kapitalfonde ikke offentliggør afkastet på deres investeringer til den brede offentlighed. Den manglende indsigt i alle fondes performance har desuden den konsekvens, at det er svært at afgøre, om de

¹² Selvom om dette sker via specialiserede fonde, så er ledelsen typisk overlappende. Desuden er organiseringen af fondene fra et investeringssynspunkt ret ens. Begge typer af private equity investeringer er opbygget over samme grundlæggende model med ens fonds- og omkostningsstruktur, illikviditet og fokus på aktivt ejerskab.

tilgængelige kilder, som anvendes til at måle fondenes afkast, udgør et repræsentativ udsnit af alle kapitalfonde.

I de følgende afsnit vil vi opsummere den internationale forskning om kapitalfondenes historiske performance og uddybe de statistiske problemstillinger, der opstår i kølvandet på analyserne. Overordnet set kan studierne opdeles i to typer: Den første analyserer performance af hver enkelt kapitalfonds porteføljeinvestering, og dokumenterer således om kapitalfondene kan skabe merværdi. Den anden typer kigger på afkastet på fondsniveau, og fokuserer således på om investorerne har opnået et tilfredsstillende afkast efter afregningen med kapitalfondene.

Figur 2.3. Oversigt over den internationale litteraturs tilgang til måling af fondenes afkast.



Kilde: Egen illustration.

2.2.1 Afkastet på porteføljevirksomhedsniveau

Der er kun ganske få studier af, hvordan afkast på porteføljevirksomhedsniveau har udviklet sig. Dette skyldes primært mangel på data. Kapitalfondenes afkast på enkelte investeringer er ikke offentligt tilgængelig og kendes kun af en begrænset personkreds. Afkastet bestemmes ikke blot af prisen, som virksomheden købes og sælges til, men også af eventuelle cash flow mellem porteføljevirksomheden og fonden i den mellemliggende periode. Eftersom meget få lande har indført oplysningspligt for ikke-børsnoterede virksomheder, er det derfor ikke muligt systematisk at observere afkastet på hver enkelt af kapitalfondenes investeringer.

Hovedkilden til kapitalfondenes performance er derfor den investeringshistorik, som indgår i de prospekter, som udsendes til potentielle investorer, når fondene søger kapitaltilsagn. Foruden afkastet på tidligere fonde, indeholder prospektet detaljer om kontrakten men ikke nødvendigvis en specifikation af afkastet på hver enkelt investering. Et metodisk problem i prospekt data er, at der er en overvægt af succesfulde investeringer, da formålet jo er at tiltrække nye investorer.

På baggrund af prospekter indsendt til Yale University's investeringsafdeling har Swensen (2000) undersøgt afkastet på 542 investeringer foretaget i perioden fra 1987 til 1998, og som efterfølgende er afsluttet. Swensen (2000) rapporterer, at det simple gennemsnit af det årlige afkast er 48 procent for de 542 investeringer. Til sammenligning havde en investering i det amerikanske aktieindeks Standard & Poor's 500 givet et gennemsnitligt årligt afkast på 17 procent over samme periode.

En simpel sammenligning af det årlige afkast viser altså, at afkastet på porteføljevirkomhederne har været betydeligt større end det afkast man ville have fået ved en gennemsnitsinvestering i et aktieindeks. Vi vurderer, at dette er en robust indsigt, der formodentligt også holder i andre studier af kapitalfondes investeringer i porteføljeselskaber.

Den simple sammenligning tager dog ikke højde for, at den finansielle risiko er større for porteføljevirkomhederne, eftersom investeringen har en markant højere finansiell gearing end den gennemsnitlige amerikanske virksomhed, som indgår i S&P 500. Når afkastet på S&P 500 justeres, således at den finansielle risiko er identisk med porteføljevirkomhedernes, så stiger det gennemsnitlige årlige afkast på S&P 500 til 86 procent. Med andre ord er afkastet på kapitalfondenes investeringer markant lavere end det forventede afkast givet den finansielle risiko.

Det markant lavere afkast er endda et bruttoafkast, der ikke modregner managementselskabernes andel. Denne andel estimeres at være op mod 12 procent per år (1 % af den tilsagte kapital + 20 % af afkastet), hvorfor afkastet efter aflønning til managementselskaberne falder til 36 procent per år.

Det er dog en generel tendens, at der er betydelig variation i det årlige afkast, så nogen fonde klarer sig godt og andre mindre godt. Yales Investeringsfond deltog således i 118 af de 542 transaktioner og fik i gennemsnit et afkast på 63 procent, hvilket skal sammenholdes med et benchmarkafkast på 41 procent. Efter betaling af investeringsomkostninger på 16 procent, oplevede Yale således et merafkast på 6 procent per år i forhold til en lige så gearet investering i aktiemarkedet.

Yale University's investeringsfond har under Swensens ledelse klaret sig bemærkelsesværdig godt over en lang årrække. Yale er derfor en attraktiv investor for kapitalfonde, eftersom deres blotte tilstedeværelse kan være med til at validere ledelses historiske performance. Man kunne således formode, at en række mindre succesfulde fonde har forsøgt lykken ved at henvende sig til Yale. Omvendt kan man også argumentere for, at Yales status ville fungere som en screening af potentielle projekter, eftersom kun de allerbedste fonde vil have mulighed for at opnå tilsagn fra Yale.

Et nyere studie af Phalippou (2007) baseret på et betydelig større antal transaktioner tegner dog et billede af, at resultaterne fra Swensen (2000) er forholdsvis repræsentative. Baseret på data for 5708 afsluttede investeringer i porteføljeinvesteringer fra 1987 til 1998 finder Phalippou et gennemsnitligt årligt afkast på 30 procent. Hvis afkastet justeres for den høje finansielle risiko og aflønningen til private equity fondene, er merafkastet negativt.

Opsummerende kan det konkluderes, at når man direkte sammenligner afkastet i kapitalfondsinvesteringer med investering i et givent aktieindeks, har der været et markant højere afkast i kapitalfondenes investeringer; men denne direkte sammenligning tager ikke højde for, at der er langt mindre risiko ved at investere i et aktieindeks. En måde at korrigere for denne risiko er at kigge på hvad afkastet på at investere i et aktieindeks ville have været, hvis investeringen blev gearret i samme grad som kapitalfondenes investeringer. Resultatet af en sådan sammenligning er, at kapitalfondenes investeringer i porteføljevirksohmheder ikke har klaret sig markant bedre end tilsvarende – gearede – investeringer i et aktieindeks.

2.2.2 Afkastet på kapitalfondsniveau

Mens der er relativt lidt international empiri, der dokumenterer afkastet på porteføljevirkomhedsniveau, har den internationale forskning betydeligt mere at sige om afkastet på kapitalfondsniveau. Det er nemmere at få data om fondenes resultater end data for afkastet på de enkelte porteføljevirkomheder. Det meste data kommer fra investorernes indberetning af afkastet til uafhængige dataudbydere som f.eks. Thompson Financials Venture Economics.

For at få et retvisende billede af fondenes performance er det vigtigt kun at anvende fonde, hvor alle investeringer er afsluttede, således at afkastet er realiseret frem for forventet. Figur 2.4 illustrerer denne problemstilling ved at vise cash flow forløbet for en typisk kapitalfond. I fondens første leveår søges der kapitaltilsagn, mens investeringerne foretages løbende i fondens første 5 leveår. Tidligst i år 4 vil den typiske fond gennemføre det første frasalg af en porteføljevirkomhed. Eftersom langt den største del af investorernes afkast udbetales ved frasalget, betyder forløbet at afkastet vil være negativt i de første år af fondens levetid. Først når fonden har gennemført alle frasalg vil det endelig afkast blive realiseret.

Eftersom den typiske fond har en levetid på 10 år betyder dette krav, at analysen kun kan dokumentere den historiske performance, og at vi dermed har mindre at sige om afkastet i den periode, som måske er mest relevant for investorernes forventninger til afkast og fremtidig performance.

Figur 2.4. Illustration af cash flow forløb for en private equity fond.

	Fondens leveår									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Kapitaltilsagn										
Investeringer										
Udbetaling af afkast										

Kilde: Egen illustration.

Det første studie baseret på faktiske cash flows til og fra investorer i private equity fonde er Ljungqvist og Richardson (2003), som anvender anonymiseret data fra en af de største private equity investorer i USA. I mellem 1981 og 1993 investerede den pågældende institutionelle investor i 54 private equity fonde. Den gennemsnitlige interne rente på fondsniveau var 21,8 procent med en betydelig spredning i afkastet mellem fondene. Medianen af de interne renter var således 19 procent, de 25 procent bedste fonde havde et afkast på mindst 28 procent, mens de 25 procent dårligste havde et afkast på under 10 procent.

Tallene viser, at det er afgørende for det realiserede afkast, om man har investeret i en god eller mindre god kapitalfond. Denne indsigt går igen i mange undersøgelser af kapitalfondsafkast.

For at risikojustere afkastet udregner Ljungqvist og Richardson (2003) et portefølje-beta for hver fond og tager gennemsnittet på tværs af de 54 fonde i analysen. Portefølje-betaet estimeres ved at antage, at markedsrisikoen og graden af gældsfinansiering er identisk med den gennemsnitlige risiko i branchen. Det gennemsnitlige portefølje-beta for de 54 fonde på 1,08 indikerer, at investeringerne har højere markedsrisiko end den gennemsnitlige børsnoterede virksomhed. Risikoestimatet anvendes herefter til at risikojustere afkastet. Resultatet er et

profitabilitetsindeks på 1,27, hvilket betyder, at hver investeret krone er blevet forrentet med 1,27 kroner i nutidsværdi.

Selvom Ljungqvist og Richardson er det første studie, som er baseret på cash flows fra private equity fondene, så rejser deres studie en række ubesvarede spørgsmål. For det første er deres resultater baseret på en enkelt institutionel investors erfaringer med private equity, hvilket stiller spørgsmålstegn ved, hvor repræsentative resultaterne er for populationen. For det andet korrigeres afkastet ikke for den høje gældsfinansiering, eftersom Ljungqvist og Richardsons data ikke indeholder information om kapitalstrukturen. Vi kan med andre ord ikke konkludere om kapitalfonde generelt skaber et merafkast til investorerne på baggrund af Ljungqvist og Richardson (2003).

I et banebrydende studie af Kaplan og Schoar (2005) estimeres afkastet til private equity fondenes investorer baseret på det til dato største og mest omfattende data materiale. Kaplan og Schoars studie medtager 542 private equity fonde, hvoraf fondens performance er tilgængelig for 169. Det betyder, at deres analyse er baseret på 31 procent af alle fonde i perioden.

Kaplan og Schoar (2005) anvender både fondens rapporterede interne rente og deres egen beregning baseret på fondenes cash flow til og fra investorerne. Begge dele måles efter, at partnerne i kapitalfonden er blevet aflønnet for deres indsats. Det gennemsnitlige årlige afkast for kapitalfondene er 18 procent.

De sammenligner afkastet med tilsvarende investeringer i noterede aktier ved at udregne et såkaldt profitabilitetsindeks, som diskonterer all cash flow med afkastet på S&P 500. En private equity fond med et profitabilitetsindeks større end 1 vil således have klaret sig bedre end aktiemarkedet, mens fonden med et profitabilitetsindeks under 1 har klaret sig dårligere end alternativet.

På tværs af fonde finder Kaplan og Schoar (2005) et gennemsnitlig profitabilitetsindeks på 0,97, hvilket indikerer, at private equity fondenes afkast har været marginalt dårligere end det, man kunne opnå på børsen. Måske mere interessant er det, at spredningen i fondenes performance er betydelig. De 25 procent bedste fonde har således et minimumsafkast på 22 procent per år (svarende til et profitabilitets indeks

på 1,12), mens de 25 procent dårligst performende fonde har et afkast på under 5 procent per år (svarende til et profitabilitets indeks på 0,62). Den enkelte investors afkast afhænger således i betydelig grad af kvaliteten af den fond, der investeres i.

Det er værd at bemærke, at der rent faktisk i gennemsnit er blevet skabt merværdi i fondene, eftersom afkastet til kapitalfonden før aflønning til managementselskabet er højere end afkastet på børsnoterede aktier - med andre ord er profitabilitetsindekset før aflønning af ledelsen over 1.

En anden interessant indsigt er, at performance er persistent over tid. Ledelsen bag succesfulde førstegenerationsfonde klarer sig også bedre i nye efterfølgende fonde. Blandt de 76 familier med mindst to fonde er der således en klar positiv sammenhæng mellem første og anden fondsgenerations performance.

En mulig fortolkning er, at de nye fonde foretager samme type investeringer som gamle fonde indenfor samme familie. En anden og mere interessant fortolkning er, at effekten skal tillægges ledelsens talent for at udvælge investeringer til en fornuftig pris. Da succesfulde partnere i kapitalfonde ofte placeres i ledelsen af de næste generationer af fonde, kan dette forklare en tidspersistens indenfor familien af fonde. Hvis dette er tilfældet, kan det medvirke til at forklarer, hvorfor det kan være fornuftigt at investere i førstegenerationsfonde selvom fondene i gennemsnit klarer sig dårligere end børsmarkedet. Dette skyldes, at loyale investorer ofte har lettere adgang til senere fonde.

I et nyligt studie af Phalippou og Gottschlag (2007) påvises det, at udvælgelsen af data i Kaplan og Schoar (2005) medfører en positiv bias i investorernes gennemsnitlige afkast fra fondene.¹³ Phalippou og Gottschlag undersøger derfor hvordan performance påvirkes af at betragte afkastet på alle fonde, som med rimelig kan antages at have afsluttet deres investeringer. I alt medtages 238 private equity fonde, hvilket skal sammenholdes med de 169 fonde, som indgår i Kaplan og Schoars studie. Forfatterne

¹³ Specifikt påpeger Phalippou og Gottschlag (2007), at en række private equity fonde i Venture Economics data er klassificeret som "aktive", selvom der ikke er rapporteret nogen aktivitet indenfor de seneste 4 år. I Kaplan og Schoar (2005) medtages disse fonde ikke, da man udelukkende fokuserer på likviderede fonde.

laver to vigtige korrektioner i data: For det første korrigeres for effekten på fondens performance af "levende døde" og for det andet korrigeres der for selektionsbias, der stammer fra, at data er baseret på frivillige indberetninger. Når der korrigeres for disse effekter, viser det sig, at afkastene på kapitalfondene har været endnu dårligere end hvad Kaplan og Schoar fandt frem til.

Phalippou og Gottschlag rejser også en interessant diskussion vedrørende den anvendte brug af den interne rente som mål for fondenes performance. Specifikt påpeger de, at den interne rente vil være signifikant positivt biased, hvis afkastet på en investering afhænger negativt af investeringens varighed. De argumenterer overbevisende for, at denne bias kan være betydelig. Hertil bør det bemærkes, at denne bias ikke påvirker udregningen af profitabilitetsindekset, idet metoden diskonterer fondens cash flow med en benchmark rente og dermed måler merafkastet over hele fondens levetid.

2.3 Porteføljevirkomhedernes økonomiske performance

Et andet aspekt af private equity investeringernes performance er porteføljevirkomhedernes økonomiske performance. For at analysere konsekvenserne af fondsejerskabet har den internationale litteratur anvendt en række mål for udviklingen i den økonomiske performance: ændringer i profitabiliteten, produktivitet, vækst, beskæftigelse og afkast på aktiemarkedet efter børsintroduktion. Fra et analytisk udgangspunkt er det svært at dokumentere, hvordan den økonomiske performance har udviklet sig, eftersom det kræver en fastsættelse af et tidsinterval over hvilket, udviklingen skal måles. Det rejser spørgsmålet om, hvilket tidsinterval der er relevant: Er det de første 3 år under fondsejerskab, er det den gennemsnitlige udvikling, en før/efter sammenligning, eller udviklingen indtil frasalget, som giver et retvisende billede?

De følgende afsnit giver et overblik over den internationale litteratur vedrørende porteføljevirkomhedernes økonomiske performance. Der fokuseres på fem reale

effekter af private equity investeringer: a) Overskudsgrad, b) Produktivitet, c) Vækst, d) Beskæftigelse og e) Aktiemarkedsafkast efter børsintroduktion. Tabel 2.5 giver en opsummering af hovedresultaterne i den internationale akademiske litteratur for hver af de realøkonomiske effekter.

A. Overskudsgrad

Den tidlige forskning baseret på buyouts i USA i 1980'erne har dokumenteret signifikante ændringer i porteføljevirkomhedernes overskudsgrad og cash flow (Kaplan, 1989; Smith, 1990; Muscarella and Vetsuypens 1990; Kaplan og Stein, 1993; m.fl.). Tilsvarende forbedringer i overskudsgrad og anvendelse af arbejdskapital er dokumenteret for porteføljevirkomheder i Storbritannien (Wright et al., 1992). I et nyere survey af kapitalfondenes porteføljeinvesteringer i EU mellem 1992 og 1997 dokumenteres det, at den gennemsnitlige overskudsgrad målt ved EBIT over aktiver stiger fra 4,2 procent til 7 procent i løbet af de første treårs ejerskab (CMBOR/EVCA, 2002).

I den senere litteratur er udviklingen i porteføljevirkomhedernes overskudsgrad betydelig mindre eller negativ. Desbrierers og Schatt (2002) finder, at franske kapitalfondes porteføljevirkomheders overskudsgrad falder marginal efter overtagelsen, men at den er signifikant højere end en kontrolgruppe både før og efter transaktionen. For overtagelser i Storbritannien dokumenterer Cressy et al. (2007), at overskudsgraden generelt set stiger 5 %, og at denne ændring er stærkest for specialiserede kapitalfonde. I et nyere studie af amerikanske kapitalfondes porteføljevirkomheder finder Guo et al. (2007), at ændringen afhænger af hvilket mål for udviklingen i overskudsgraden, som anvendes. Ændringen varierer således fra -8 % til +29 % i perioden efter overtagelsen.

Endelig viser Vinten (2008) på baggrund af 73 danske private equity investeringer, at den gennemsnitlige overskudsgrad er 2 til 8 procent lavere end en tilsvarende kontrolgruppe i en treårig periode efter overtagelsen.

Samlet set er der betydelig international dokumentation for, at kapitalfondens porteføljeinvesteringer forbedrer overskudsgraden i perioden omkring overtagelsen. Forbedringerne i porteføljevirkomhedernes overskudsgrad ser dog ud til at være

størst under den første fase, hvilket understreger, at resultaterne kan være præget af periodespecifikke begivenheder.

B. Produktivitet

For at undersøge effekten af private equity investeringer på porteføljevirkomhedernes produktivitet anvender Lichtenberg og Siegel (1990) panel data med individuelle observationer for alle porteføljevirkomhedernes produktionssteder. Selvom virksomhederne, der overtages, som udgangspunkt er mere produktive end sammenlignelige produktionssteder, så stiger produktiviteten efter opkøbet. I to studier baseret på porteføljeinvesteringer i Storbritannien finder Amess (2002, 2003) ligeledes, at produktiviteten stiger. I modsætning til Lichtenberg og Siegel (1990), anvender Amess aggregeret data på virksomhedsniveau, hvilket er problematisk, hvis de overtagne virksomheder har produktionssteder i forskellige brancher. I et nyere studie replicerer Harris, Siegel og Wright (2005) derfor Lichtenbergs og Siegels tilgang med at anvende data fra produktionssteder fra porteføljeinvesteringer i Storbritannien. I lighed med Lichtenberg og Siegel finder de, at produktiviteten forbedres efter overtagelsen. Denne tendens bekræftes i Bruining et al. (2005), som anvender data fra Holland og Storbritannien. Opsummerende kan det derfor konkluderes, at produktiviteten forbedres signifikant i private equity fondenes porteføljevirkomheder i perioden efter opkøbet. Det er samtidig interessant at undersøge, om disse produktivetsforbedringer skyldes reduktion i antallet af ansatte, nedbringelse af arbejdskapitalen, eller begge.

C. Vækst

Et enkelt studie analyserer effekten af private equity investeringen på porteføljevirkomhedens vækstrate. Specifikt, dokumenterer Lichtenberg og Siegel (1990) at omsætningen i amerikanske porteføljevirkomheder i 1980'erne steg med 9 %. Der fremgår derimod ikke af deres studie, om denne vækst er organisk eller tilkøbt.

D. Beskæftigelse

En række studier har analyseret effekten af kapitalfondsejerskab på beskæftigelsen i porteføljevirkomhederne. Kaplan (1989) og Smith (1990) dokumenterer, at beskæftigelsen stiger i første buyout fase, men at stigningen er lavere end branchegennemsnittet. En række af de efterfølgende studier baseret på senere

porteføljeeinvesteringer kommer frem til den modsatte konklusion, at beskæftigelsen i porteføljevirksomhederne er faldet signifikant (Lichtenberg og Siegel, 1990; Wright et al., 1992; Harris, Siegel og Wright, 2005). Omvendt viser Bruining et al. (2005) og Amess og Wright (2006), at beskæftigelsen er stigende i Storbritannien og Holland i midten af 1990'erne. Den empiriske litteratur kommer dermed ikke til nogen entydig konklusion på spørgsmålet om, hvordan private equity investeringer påvirker beskæftigelsen i de overtagne virksomheder. Endelig er det værd at bemærke, at kapitalfonde oftest investerer i virksomheder under omstrukturering og brancher, som står overfor en konsolidering. I de tilfælde er det naturligt at forvente, at arbejdsstyrken bliver tilpasset som led i omstruktureringen af virksomheden, og at denne tilpasning formentlig vil ske, uanset om virksomheden er ejet af en kapitalfond.

Tabel 2.5. Oversigt over den internationale litteraturs resultater om økonomisk performance

Artikel	Land	Data	Periode	Resultater
<i>A. Overskudsgrad</i>				
Kaplan (1989)	USA	48 MBO	1980-1986	Branche-justeret overskudsgrad steg med 21 % fra 1 år før til 3 år efter overtagelsen
Muscarella & Vetsuyoens (1990)	USA	72 LBO	1976-1986	Overskudsgraden steg med 24 %
Smith (1990)	USA	58 MBO	1977-1986	Branchejusteret cash flow over aktiver stiger med 6 %
Wright et al. (1992)	GB	182 MBO	1983-1986	Overskudsgraden stiger
Desbrierers & Schatt (2002)	FR	161 MBO & MBI	1988-1994	Overskudsgraden falder, men er signifikant højere end en kontrolgruppe både før og efter overtagelsen.
Cressy et al.	UK	122	1995-	Overskudsgraden er 5 % højere end ikke-porteføljevirksomheden, forbedringen er

(2007)		BO	2002	større for porteføljevirkomheder overtaget af specialiserede private equity fonde
Guo et al. (2007)	USA	89 LBO	1990-2006	Ændring i performance varierer fra -8 % til +29 % afhængigt af hvilket mål for overskudsgraden som anvendes
Vinten (2008)	DK	73 LBO	1991-2004	Branche-justeret overskudsgrad er 2-8 % lavere end en kontrolgruppe
<i>B. Produktivitet</i>				
Lichtenberg & Siegel (1990)	USA	1100 BO	1982-1986	Total faktorproduktiviteten steg fra 2 % til 8 % over branche gennemsnit i perioden efter opkøbet.
Amess (2002,2003)	UK	MBO	1986-1997	Produktiviteten stiger signifikant
Harris, Siegel and Wright (2005)	UK	979 MBO	1994-1998	Produktiviteten stiger signifikant målt på fabriksniveau
Bruining et al. (2005)	UK & Holland	190 MBO	1994-1998	Produktiviteten stiger signifikant
<i>C. Vækst</i>				
Muscarella & Vetsuyoens (1990)	USA	72 LBO	1976-1986	Omsætningen steg med 9 %
<i>D. Beskæftigelse</i>				
Kaplan (1989)	USA	48 MBO	1980-1986	Stigning i antal beskæftigede, men stigningen er lavere end branchegennemsnittet
Lichtenberg & Siegel (1990)	USA	1100 BO	1982-1986	Beskæftigelsen falder signifikant

Smith (1990)	USA	58 MBO	1977- 1986	Stigning i antal beskæftigede, men stigningen er lavere end branchegennemsnittet
Wright et al. (1992)	Storbritannien	182 MBO	1983- 1986	Beskæftigelsen falder signifikant
Harris, Siegel & Wright (2005)	UK	979 MBO	1994- 1998	Beskæftigelsen falder signifikant, målt på fabriksniveau
Bruining et al. (2005)	UK & Holland	190 MBO	1994- 1998	Beskæftigelsen stiger signifikant
Amess & Wright (2006)	UK	1350 MBO/ I	1999- 2004	Beskæftigelsen stiger signifikant i MBOs, men falder i MBIs
<i>E. Afkast for reverse-LBOs</i>				
Muscarella & Vetsuypens (1990)	USA	72 rLBO	1983- 1986	Overskudsgraden forbedres signifikant efter børsintroduktionen
Holthausen & Larker (1996)	USA	90 rLBO	1983- 1988	Overskudsgrade og afkastet er signifikant højere end sammenlignelige virksomheder efter børsintroduktionen
Cao & Lerner (2006)	USA	496 rLBO	1980- 2003	Merafkast på 7 % efter børsintroduktion.

Note: LBO er levered buyouts, MBO er management buyouts, MBI er management buy-ins, mens rLBO er reversed-LBOs, dvs, LBOs som kapitalfonden exitter via en børsnotering.

E. Afkast for reverse-LBOs

En *reverse-LBO* er en porteføljevirkksomhed, som private equity fonden frasælger via en børsnotering. Reverse-LBOs er interessante, eftersom de giver mulighed for at analysere udviklingen i afkastet til investorerne efter kapitalfonden har solgt ud. I to klassiske studier viser Muscarella og Vetsuypens (1990) og Holthausen og Larker (1996), at reverse-LBOs klarer sig bedre end andre virksomheder indenfor samme branche både målt på overskudsgraden og afkastet.

Denne positive udvikling bekræftes i et nyligt studie af Cao og Lerner (2007), som dokumenterer, at reverse-LBOs i de efterfølgende år har et 7 % højere afkast efter børsintroduktionen. Denne tilsyneladende outperformance står i kontrast til det udbredte resultat, at børsnoteringer oftest underperformer børsmarkedet i op til 5 år efter børsintroduktionen. I den forbindelse er det værd at påpege, at analyser af reverse-LBOs har en positiv selektionsbias, idet kun de mest succesfulde porteføljeinvesteringer vil blive børsnoterede af fondene.

2.4 Konklusion

Den internationale forskning i kapitalfondes historiske performance er vanskeliggjort af manglende data. Problemet skyldes, at kapitalfondenes afkast på enkelte investeringer ikke er offentligt tilgængelig og kun kendes af en begrænset personkreds. Eftersom kapitalfondene som ikke-børsnoterede selskaber ikke er underlagt oplysningspligt, er det derfor ikke muligt systematisk at observere afkastet på hver private equity fond.

Kapitalfondenes realiserede afkast på investeringer i porteføljevirkksomheder har været væsentligt højere end afkastet på at investere i aktieindeks i realiserede størrelser. Ligeledes har der formodentligt de sidste år været et realiseret merafkast for pensionselskaber og andre af at investere i kapitalfonde i forhold til at investere i aktieindeks.

Disse realiserede afkast tager dog ikke højde for, at de to typer af investeringer har forskellig risiko illustreret ved en meget forskellig gearingsgrad i investeringerne. Fordi kapitalfondene lånefinansierer deres opkøb, bliver den enkelte investering gearet til et langt højere niveau end en gennemsnitsinvestering i et aktieindeks, selvom der

indkalkuleres det gældsniveau, der eksisterer i virksomhederne bagved indekset. Som udgangspunkt er det derfor ønskeligt at sammenligne afkastet fra investeringer i porteføljevirksomheder eller kapitalfonde med en tilsvarende gearet investering i et aktieindeks.

Hvis man således korrigerer aktieindeks-afkastet, så det er baseret på en gearingsfaktor, der er lige så stor som gearingsfaktoren i kapitalfondsinvesteringerne, viser det sig, at det gennemsnitlige historiske afkast på investeringer i kapitalfonde ikke har været større end tilsvarende gearede investeringer i aktieindekset. Det gennemsnitlige afkast af at investere i en kapitalfond er, efter at omkostningerne er fratrasket, enten identisk eller lavere end det afkast, der kunne opnås ved at foretage lige så gearede investeringer i et bredt aktieindeks.

På trods af dette åbner en række forhold muligheden for, at kapitalfondsinvesteringer kan medføre et merafkast i fremtiden. For det første har investeringsmodellen ændret sig betydelig fra første og anden fase (som afkaststudierne typisk beskæftiger sig med) til den nuværende tredje fase.

For det andet påviser Kaplan og Schoar (2005), at der er persistens i fondenes performance, hvilket indikerer, at andengenerationsfondene kan være mere attraktive for investorerne.

For det tredje viser empirien, at der er betydelig spredning i afkastet på tværs af fondene. De succesfulde fonde har således et signifikant positiv risikojusteret afkast i samtlige internationale studier. Investorerne har altså mulighed for at opnå et merafkast, hvis investeringer i de dårligste fonde kan undgås.

For det fjerde er det dokumenterede afkast forekommet i en periode, hvor der har været betydelige strukturelle ændringer, som har påvirket de finansielle markeder, herunder markant højere inflation og renter end tilfældet har været i de seneste par år. Høj inflation og rente øger alt andet lige presset på private equity fondene til at kunne levere afkast over korte tidsperioder.

For det femte er der som påpeget af Lerner, Schoar og Wong (2007) betydelig forskel på afkastet fra kapitalfonde på tværs af forskellige investortyper. I USA har universiteternes investeringsfonde opnået et markant højere afkast end banker og offentlige pensionskasser. Denne forskel kan blandt andet skyldes, at universiteternes investeringsfonde siden første fase har bidraget med kapital og dermed både har opbygget erfaring og et netværk, som måske kan forøge muligheden for at investere i de bedre fonde og opnå et merafkast.

Endeligt kan man diskutere, om der er forhold, der gør, at en investering med samme gearing i et aktieindeks reelt ville have en højere risiko end en tilsvarende kapitalfondsinvestering. Det er en udbredt opfattelse i banksektoren, at kapitalfonde er bedre til at servicere højere gældsforpligtigelser end andre mere traditionelle ejerskabstyper. Man kan derfor opstille den hypotese, at hele den aktive ejerskabsmodel, der ligger til grund for kapitalfondsinvesteringer, er en præmis for at kunne geare investeringerne på det niveau, som kapitalfondene gør.

Dette argument betyder, at en tilsvarende gearing i en traditionelt ejet virksomhed enten ikke vil være muligt eller vil ske til højere kapitalomkostninger. Hvis dette er sandt, så betyder det, at sammenligninger mellem lige gearede investeringer vil være forkert, fordi der reelt så vil være en lavere risiko i kapitalfondsinvesteringerne end i de gearede aktieindeksinvesteringer. Fra et porteføljesynspunkt er det afgørende derimod, om investorerne er i stand til at geare deres investering i aktiemarkedet. Hvis dette er muligt til samme omkostninger, kan de opnå mindst det samme afkast i aktiemarkedet, som det historiske afkast på investeringer i kapitalfonde.

I et internationalt perspektiv kan det konkluderes, at kapitalfondenes porteføljeinvesteringer i gennemsnit forbedrer den økonomiske performance målt på overskudsgrad og produktivitet. Med hensyn til vækst og beskæftigelse tegner der sig et mindre klart billede. Beskæftigelsen er i de fleste studier faldende, men dette kan skyldes, at kapitalfondene investerer i brancher og virksomheder under omstrukturering.

For at kunne vurdere den realøkonomiske effekt af private equity investeringerne er det derfor vigtigt at vide, om effekten er forskellig fra udviklingen indenfor branchen.

Selv i det tilfælde hvor der kan dokumenteres en signifikant lavere beskæftigelse, når porteføljevirksomhederne sammenlignes med en kontrolgruppe fra samme branche, kan forskellen skyldes, at fondene vælger at investere i virksomheder, som står overfor større tilpasninger end den gennemsnitlige virksomhed, eftersom fondene investerer i at videreudvikle den enkelte porteføljevirksomhed.

3 Aktivt ejerskab i kapitalfondene

3.1 Indledning

En af de oftest fremhævede styrker i kapitalfondene er aktivt ejerskab (corporate governance), der kan defineres som "styring og kontrol af virksomheder gennem ejerskab, bestyrelse, kapitalstruktur og incitamenter". Formålet med disse virkemidler er at skabe værdi i virksomheden, hvilket i denne sammenhæng skal forstås på den enkle måde, at afkastet af den investerede kapital bliver så stort som muligt (eller med andre ord, at den overtagede virksomhed kan sælges så dyrt som muligt givet investeringens størrelse og ejerskabsperioden). Da købsprisen på virksomheden vil afspejle de tidligere ejers bedste alternative udøvelse af ejerskabet, og da investorerne i kapitalfondene alternativt kan vælge at investere i andre aktiver, indebærer dette, at der reelt kun skabes aktionærværdi, når investeringsafkastet overstiger det bedste alternative afkast (i samme risikoklasse).

3.2 Værdiskabelse gennem aktivt ejerskab

Vi kan identificere flere mulige kilder til værdiskabelse i kapitalfondsejede virksomheder.

Valg af ejerskab (bedste ejer). Fordi der er forskel på ejere med hensyn til kapitaladgang, kompetencer og engagement, vil et skifte i ejerskabet undertiden kunne øge virksomhedens indtjening og dermed dens værdi for ejerne. Det er karakteristisk for kapitalfondene, at de har en ide med at overtage ejerskabet af en virksomhed (en såkaldt investeringscase eller investeringshypotese), og de gør et stort arbejde ud af at vælge de rigtige virksomheder (og bruger anslået en tredjedel af deres tid herpå, mens en del af den øvrige tid bruges på at sælge virksomheden igen). Derimod er der mange eksempler på, at andre ejere – eksempelvis efterkommere eller institutionelle investorer – tager ejerskabet for givet.

Tidsbegrænsning (sense of urgency). I ideen om en investeringshypotese ligger der, at ejerskabet er temporært, hvilket er et karakteristisk træk ved kapitalfondene. Enten indfries forventningerne (hypotesen bekræftes) eller ej (hypotesen afkræftes). I begge tilfælde ophører rationalet med ejerskabet, som herefter søges afhændet til en anden ejer (der måske kan tilføre virksomheden værdi gennem en ny investeringshypotese)

Ejerskabsfilosofi. Det er karakteristisk for kapitalfondene, at de udøver deres ejerskab gennem direkte kontakt med virksomheden frem for en mere distant rolle som investorer. Dette indebærer, at fondenes ledelse føler et personligt ejerskab til virksomheden, som begrundes økonomisk både i resultataflønning og i aktiekøb. Det direkte ejerskab viser sig gennem bestyrelsesarbejdet (se nedenfor) men også gennem hyppig kontakt mellem fond og virksomhed uden for bestyrelsesmøderne – ikke mindst i begyndelsen af ejerskabet (eksempelvis de første "100 dage").

Klare målsætninger. En naturlig følge af kapitalfondsejerskab er, at virksomhedens målsætning kommer til at ligge fast. Hvor aktionærer i en børsnoteret virksomhed eller i en familieejet virksomhed kan have mange forskellige målsætninger med hensyn til tidshorisont, ikke-finansielle mål, stakeholderinteresser m.v., kan ledelsen i en kapitalfondsejet virksomhed fokusere på at maksimere afkastet (salgspris/købspris) inden for en velafgrænset periode.

Ejerskabskoncentration. Ved kapitalfondsovertagelse vil der ofte ske en koncentration af ejerskabet, således at en enkelt eller nogle få fonde får kontrol med virksomheden. Herved undgås såkaldte free rider problemer i en spredt ejerkreds, hvor ingen enkelt ejer har bestemmende indflydelse og føler sig ansvarlig for virksomhedens udvikling.

Bestyrelsessammensætning. Gennem ændringer i bestyrelsens sammensætning kan kapitalfondene ændre virksomhedens overordnede ledelse. Det fremhæves ofte, at bestyrelsen i kapitalfondsejede virksomheder i højere grad består af ejere, medlemmer med branchekendskab og internationale medlemmer. Det vigtigste kendetegn er dog, at fondene sætter deres egne medarbejdere i bestyrelserne. Det er muligt, at den nye

sammensætning kan tilføre virksomheden mere værdi end bestyrelser, der sammensættes af "Tordenskjolds soldater".

Bestyrelsesarbejde. I bestyrelsen kan aktivt ejerskab vise sig ved hyppigere møder og kontakter mellem bestyrelsesmedlemmer og virksomhed uden for møderne men først og fremmest ved et nyt fokus og dermed en ændret tidsanvendelse, idet det fremhæves, at bestyrelsen i kapitalfondsejede virksomheder i mindre grad fokuserer på kontrol og i højere grad på forretningsudvikling. Da den normale kontrolopgave i høj grad varetages af kapitalfonden, kan bestyrelsesmedlemmerne koncentrere sig mere om andre opgaver såsom rådgivning og kontaktskabelse, der kan forøge virksomhedens indtjeningsevne. Kontakten udenfor bestyrelsesmøderne kan bestå i møder mellem en "troika" bestående af bestyrelsesformand, ledende partner fra kapitalfonden og virksomhedens administrerende direktør. Den kan også vise sig i bestyrelsesudvalg, der fokuserer på særlige indsatsområder.

Ledelsesudskiftning. Som følge af det aktive ejerskab forskydes magtbalancen mellem direktion og ejere i kapitalfondsejede virksomheder. Dette kan blandt andet tænkes at føre til hyppigere ledelsesudskiftning, idet direktionen måske i højere grad stilles til ansvar for selskabets resultater.

Optimeret kapitalstruktur. Kapitalstrukturen kan i sig selv opfattes som et ledelsesinstrument, hvorved overskydende likviditet føres tilbage til ejerne frem for at ophobes i virksomheden. Ideen er, at virksomhedsledelsen herigennem anspores til at retfærdiggøre investeringsforslag overfor ejerne (kapitalfonden) og at generere tilstrækkelig likviditet til at betale renter og afdrag på gælden.

Incitamenter i virksomheden. Også incitamenter til virksomhedens ledelse kan opfattes som et virkemiddel i aktivt ejerskab. Ved at sikre harmoni mellem ledelsens og fondens interesser kan fonden tilskynde til, at ledelsen skaber værdi for fonden. Det fremhæves ofte, at kapitalfondene tilvejebringer denne harmoni ved at lade den administrerende direktør og den øvrige ledergruppe købe (og sælge) aktier i virksomheden på samme vilkår som fonden.

Incitamenter i fondene. For at sikre at ledelsen i kapitalfondene har incitamenter til at maksimere deres investorers afkast, er det almindeligt, at ledende medarbejde selv investerer i fondene på lige fod med investorerne. Fondene beregner et fast administrationsgebyr på typisk 1-2 % af investeringstilsagnene og/eller i nogle tilfælde af de investerede midler, men herover beregnes et honorar (en "carry") på typisk 20 % af det overnormale afkast (eksempelvis 20 % af den andel af afkastet, der overstiger 8 % per år) med tilbagebetaling af administrationsgebyret. Honoraret fordeles mellem administrationsselskabet og partnerne. Hvis fonden eksempelvis har investeret 1 milliard kroner i 3 år, får den måske $3 * 2 \% = 6 \% = 60$ millioner kroner i administrationsgebyr. Hvis porteføljen ved exit er 4 milliarder kroner værd, beregnes honoraret som 20 % af $(4 - 1 * 1,26) = 550$ millioner kroner, hvor $1,26 = 1,08^3$. Man skelner mellem deal-by-deal carry og en mere general carry baseret på fondenes samlede performance, der er det mest almindelige. I mange tilfælde er der også tale om såkaldte catch up klausuler, som indebærer, at en andel af honoraret (eksempelvis 50 %) udløses, så snart afkastet overstiger den aftale "hurdle rate". Carry fordeles mellem partnerne i fonden efter en nærmere fastlagt nøgle, men ofte vil der være tale om en begrænset skare. Til carry kommer eventuel kapitalgevinst, som følger af medarbejdernes personlige investeringer i fonden.

3.3 Problemer i aktivt ejerskab

Det er vigtigt at bemærke, at aktivt ejerskab ikke i sig selv er en fribillet til værdiskabelse. Værdiskabelsen vil naturligvis afhænge af, hvor kvalificeret det aktive ejerskab udøves. Det er let at indse, at en fond kan tage fejl og købe en forkert virksomhed, eller at dens planer kan slå fejl. Manglende kompetencer eller overmod i fondens ledelse kan skade virksomheden, hvis det fører til en utidig indblanding i den daglige ledelse. Utålmodighed vil langtfra altid være en fordel for en virksomhed, og det kan sagtens tænkes, at manglende stabilitet i ejerskabet kan være en ulempe i nogle situationer, eksempelvis i de tilfælde hvor kapitalfondsejerskabet blot er en mellemstation på vej til salg til en udenlandsk virksomhed. Gæld kan hæmme en virksomheds udvikling, og risikoen ved aktieejerskab kan eksempelvis fokusere ledelsens opmærksomhed på et hurtigt salg. Aggressiv profitmaksimering kan tænkes at skade relationerne til medarbejdere eller andre interessenter. Et overaktivt ejerskab

kan udhule bestyrelsens autoritet og dermed dens mulighed for at værne om selskabets interesser. Koncentreret ejerskab indebærer forøget finansiel risiko, fordi ejerne lægger mange ressourcer i en "kurv".

Det er således langt fra alle virksomheder, der egner sig til kapitalfondsejerskab. Eksempelvis synes et stort, relativt stabilt cash flow eller likvide aktiver at være en forudsætning for, at virksomheden kan bære en markant højere gældsbyrde.

Hertil kommer, at selv et velkvalificeret kapitalfondsejerskab må leve med usikkerhed om de fremtidige økonomiske vilkår – eksempelvis om låneomkostninger, prisudvikling på aktier og andre aktiver, økonomisk vækst m.v. Det er derfor langt fra sikkert, at gearing, ejerskabskoncentration, aktieincitamenter eller andre fremgangsmåder, der har givet succes tidligere, vil vedblive med at gøre det i fremtiden.

Endelig kan fordelene ved kapitalfondsejerskab blive udhulet over tid. Der er konkurrence mellem kapitalfondene, hvilket fører til stigende priser på opkøbte virksomheder og dermed formentlig faldende afkast i fondene. Hertil kommer, at virksomheder med andet ejerskab i stigende grad imiterer det aktive ejerskab i kapitalfonde. Selv om der er samfundsøkonomiske gevinster ved kapitalfondenes forretningsmodeller, er det altså langt fra sikkert, at de tilfalder fondene selv.

3.4 Bestyrelsesudskiftning i kapitalfondsejede virksomheder (empirisk undersøgelse)

I deres oversigt for World Economic Forum bemærker Lerner og Gurung (2008), at vi næsten ingenting ved om corporate governance i kapitalfondsejede virksomheder. De rapporterer efterfølgende resultaterne af et studie af 142 virksomheder, hvor der sker en dramatisk udskiftning i bestyrelserne efter opkøbet. Fondene sætter ikke mindst deres egne folk ind, særlig hvis der også er andre fonde med i transaktionen.

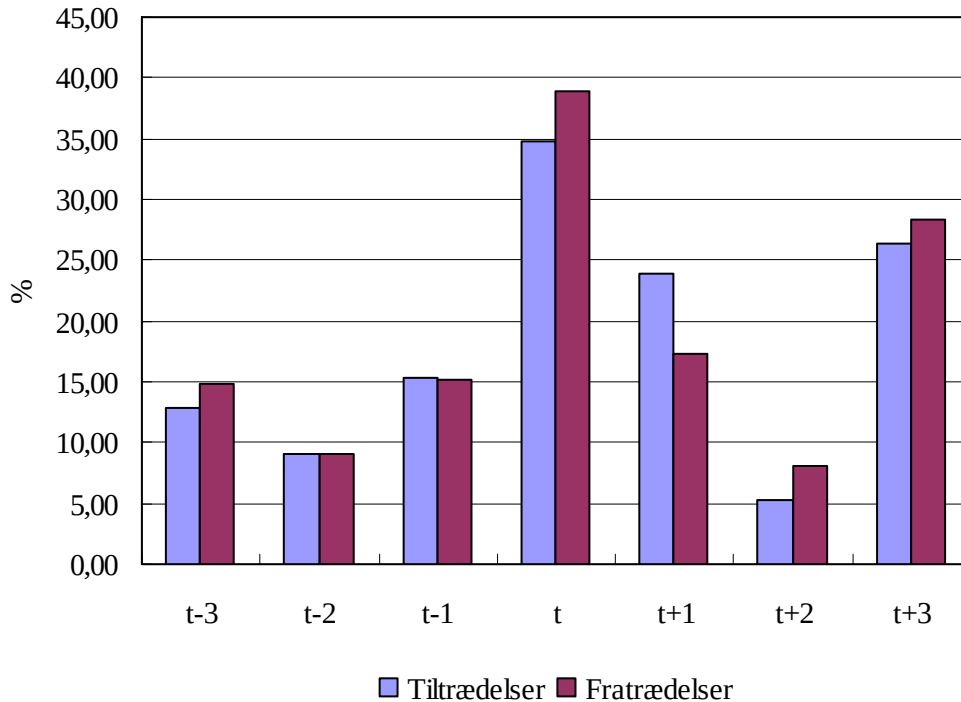
I dette afsnit belyses, om der sker en tilsvarende udskiftning i bestyrelserne i danske virksomheder, der overtages af kapitalfonde.

Analysen er baseret på en kombination af oplysninger om bestyrelserne i danske selskaber med oplysninger om virksomheder, der er blevet overtaget af kapitalfonde. Oplysninger om bestyrelser i danske selskaber stammer fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og omfatter godt 400.000 danske bestyrelsesmedlemmer i årene fra 1994 til 2005. Oplysninger om porteføljevirkomheder stammer fra Vinten (2008), A4 (2007) og Spliid (2007). Det er muligt at finde bestyrelsesoplysninger for 91 porteføljevirkomheder for perioden.

Ændringerne i sammensætningen af bestyrelserne i porteføljevirkomhederne analyseres ved at beregne det samlede antal personer, der har deltaget i bestyrelsesarbejde i perioden samt antallet af personer, der er tiltrådt eller fratrådt bestyrelserne. På den baggrund konstrueres en tiltrædelsesprocent og en fratrædelsesprocent for hvert selskab for hvert år som henholdsvis andelen af tiltrådte og fratrådte bestyrelsesmedlemmer i et år i forhold til alle, der har været aktive i selskabets bestyrelse i det respektive år.

Porteføljevirkomhederne følges fra tre år før kapitalfondenes overtagelse til tre år efter, og resultaterne af analysen fremgår af figur 3.1 nedenfor. På figurens vandrette akse ses tidspunktet, hvorpå udskiftningen er opgjort. t angiver det år, porteføljevirkomheden er blevet overtaget, $t-1$ angiver året før overtagelsen, $t+1$ angiver året efter overtagelsen osv. På figurens lodrette akse angives procent af bestyrelsesmedlemmerne. Figuren viser således, at der i gennemsnit henholdsvis fratræder og tiltræder omkring 35 % og 40 % af alle de personer, der har været aktive i en porteføljevirkomheds bestyrelse i overtagelsesåret. I overtagelsesåret stiger udskiftningen markant, således er den mere end dobbelt så stor som i året før overtagelse. Statistisk set er denne ændring i udskiftningen signifikant. Efter overtagelse falder udskiftningen igen, om end til et niveau der i gennemsnit stadig er højere end udskiftningsfrekvensen før overtagelse. Tallene inkluderer medarbejdervalgte medlemmer, og udskiftningen blandt generalforsamlingsvalgte er altså givetvis noget større end angivet.

Figur 3.1. Procentuel udskiftning i porteføljevirksohmhedernes bestyrelser.



Vi kan altså konstatere, at der sker noget med selskabsledelsen i de kapitalfondsejede virksomheder. Bestyrelsesudskiftningen stiger fra et normalniveau omkring 10 % til 15 % om året til mere end 35 % i overtagelsesåret. Kapitalfondene sætter med andre ord et nyt hold. Også i de efterfølgende år er udskiftningsfrekvensen højere, hvilket kan være udtryk for den "sense of urgency", der berømmes i litteraturen.

Hvad der nærmere sker med selskabsledelsen er vanskeligt at afgøre statistisk, og blandt andet derfor har vi i næste afsnit med bistand fra DVCA gennemført en række casestudier.

3.5 Cases i aktivt ejerskab

I det følgende gennemgår vi en række cases, der af kapitalfondene selv bliver fremhævet som eksempler på aktivt ejerskab. Formålet med gennemgangen er ikke at gennemføre en repræsentativ undersøgelse men at nå til en bedre forståelse af, hvordan aktivt ejerskab i nogle tilfælde kan bidrage til virksomhedernes udvikling og dermed til at skabe værdi for investorerne.

Vi gennemgår følgende cases, der her rubriceres ud fra investeringscase (vores skøn), den opkøbende fond, og hvorvidt virksomheden er blevet afhændet.

Case	Investeringscase	Fond	Exit
TDC	Restrukturering	Apax, Blackstone, KKR, Permira, Providence	-
ISS	Vækst	EQT, Goldman Sachs	-
Falck	Vækst	Nordic Capital	-
Novasol-Dansommer	Konsolidering	Polaris	Solgt til udenlandsk koncern
Løgstør Rør	Vækst	Axcel, Polaris	Solgt til udenlandsk kapitalfond
Royal Scandinavia	Opløsning	Axcel	-
Post Danmark	Privatisering	CVC	-

DT Group	Effektivisering	CVC	Solgt til udenlandsk koncern
Kompan	Vækst	Nordic Capital	-
Vest-Wood	Vækst	Axcel, Polaris	Solgt til udenlandsk koncern

Der er naturligvis mange andre cases at studere. Cases så forskellige som Chr. Hansen, Københavns Lufthavne, Fona og Ilva viser, hvor store forskellene kan være. De 10 cases, fondene har stillet til rådighed for undersøgelsen, er altså ikke repræsentative men alene illustrative.

A. TDC

Opkøbet af TDC er klart den største – og mest omdiskuterede – af kapitalfondenes investeringer i Danmark med en værdi på næsten 100 milliarder kroner. Casen er allerede diskuteret af Spliid (2007) og Nyrup Rasmussen (2007). De mange diskussionspunkter skal ikke gentages her, hvor vi udelukkende fokuserer på aktivt ejerskab.

TDCs historiske udgangspunkt som et offentligt monopol indebar, at virksomheden besad – og stadig besidder – en stærk markedsposition, der dog over tiden bliver udhulet af fastnettets aftagende betydning og stigende konkurrence på mobiltelefoni. Samtidig indebar det offentlige ejerskab en manglende omkostningseffektivitet, der trods produktivetsgevinster i et vist omfang varede ved efter privatiseringen. Det stærke cash flow gav baggrund for en række store investeringer, herunder udenlandske opkøb der ikke havde nogen klar relation til kerneaktiviteterne i Danmark. Aktiemarkedet værdifastsatte aktien forholdsvis lavt, og den tidligere amerikanske hovedaktionær valgte af strategiske grunde at afhænde sine aktier. Samtidig valgte TDC i 2005 under indtryk af debatten om god corporate governance at afvikle sit overtagelsesværn (en stemmeretsbegrænsning på maksimum 9,5 %).

I denne situation valgte 5 internationale kapitalfonde – Apax, Blackstone, KKR, Permira og Providence – at give bud på TDC med følgende investeringscase:

- TDCs aktiekurs var relativt lav
- En række opkøb var ikke naturligt beslægtede med selskabets kerneaktivitet og kunne med fordel for aktionærene afhændes
- Selskabets indtjeningsmarginal lå lavere end tilsvarende virksomheder i andre lande, hvilket indikerede mulighed for effektivisering og omkostningsbesparelser

Selv om en planlagt tvangsindløsning af selskabets aktier mislykkedes, og selskabet forblev børsnoteret, indebar opkøbet af langt hovedparten af TDCs aktier en væsentlig

koncentration af ejerskabet. Ligesom TDCs tidligere ejer, SBC, havde flere af fondene erfaring med store telekommunikationsinvesteringer. Det aktive ejerskab, som fondene herefter udøver, viser sig blandt andet i ugentlige orienteringsmøder og hyppig kontakt med selskabets daglige ledelse uden om bestyrelsen. Bestyrelse og direktion er skiftet ud. Den nye direktion er kendt som erfaren og kompetent. Den nye bestyrelse består overvejende af ejerrepræsentanter med formanden (nuværende) Vagn Sørensen som et ansigt udadtil. Ændringerne i bestyrelse og direktion fra året før overtagelsen til året efter er vist i tabel A.1.

Tabel A.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Thorleif Krarup</i>	Henning Dyremose	<i>Henning Dyremose</i>	Jens Alder
Niels Heering			Eva Berneke
Stine Bosse	Hans Munk Nielsen	Vagn Sørensen	Carsten Dilling
Preben Damgaard		Kurt Björklund	Jesper Theil Eriksen
Kurt Anker Nielsen		Lawrence Guffey	
Per-Arne Sandström		Oliver Haarmann	Mads Middelbo
		Gustavo Schwed	Jesper Ovesen
		Richard Wilson	Klaus Pedersen

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. I denne og alle følgende tabeller med bestyrelser er medarbejdervalgte repræsentanter ikke medtaget. Medarbejdernes repræsentation i bestyrelsen er lovbestemt og kan således ikke begrænses eller ændres af fondene. Kilde: TDC Årsrapporter.

Resultatet af det nye ejerskab er en fundamental kursændring i virksomheden. Strategien er ændret fra diversifikation gennem opkøb til fokus på kerneforretningen. En række opkøb er solgt fra, og der er udsigt til yderligere frasalg i fremtiden. Gearingen i TDC er øget væsentlig – fra en soliditet (egenkapital/aktiver) på 46,8 % i 2005 til 13 % i 2007, men der er ikke tegn på, at gældsbyrden er noget alvorligt problem for selskabet. En 2007-gæld på 41,4 milliarder kroner svarende til 3,3 gange

EBITDA ligger under, hvad man finder i mange andre kapitalfondsejede virksomheder omkring opkøbet. Fondene har derudover benyttet den gode indtjening til at købe gæld tilbage fra pressede långivere. Udviklingen i en række finansielle nøgletal fremgår af tabel A.2.

TDC kan således siges at være et klassisk tilfælde af en virksomhed med stort frit cash flow, der anvendes på opkøb udenfor kerneforretningen. Ligesom det var tilfælde med de første LBOs (lånefinansierede overtagelser) i USA, benytter kapitalfondene sig i TDC-casen af lånefinansiering mod et stort cash flow, afvikler ubeslægtede aktiviteter og fokuserer på cash flow. Flytningen af selskabets kontor fra Nørregade forekommer at være et symbolsk eksempel på bedre ressourceudnyttelse.

Alligevel kan TDC ikke siges at være nogen ubetinget succes. Det er gået langsommere end forventet med at øge effektiviteten og nedbringe omkostningerne. Omsætningen og indtjeningsmarginalerne er stagneret. Dårlig publicity og ringe kundebetjening har givetvis medvirket til at forværre TDCs omdømme. Blandt årsagerne synes at være de involverede kapitalfondenes manglende erfaring og manglende indføling med det danske samfund. Dette har blandt andet været medvirkende til en ændring af skattelovgivningen (i offentligheden ofte kaldet Lex TDC jævnfør kapitel 5), som har været bekostelig for selskabet.

Tabel A.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1
<i>Resultatopgørelse</i>					
Omsætning	33.506	34.689	38.848	39.941	39.321
EBITDA	10.600	11.529	12.492	12.991	12.498
<i>Balance</i>					
Aktiver	92.600	90.300	93.500	80.800	79.500
Egenkapital	35.900	38.900	43.800	3.600	10.400
Netto rentebærende gæld	28.800	20.100	16.500	55.200	41.400
<i>Vækst</i>					
Omsætning		0,04	0,12	0,03	-0,02
EBITDA		0,09	0,08	0,04	-0,04
Aktiver		-0,02	0,04	-0,14	-0,02
<i>Gearing</i>					
Gæld/EBITDA	2,72	1,74	1,32	4,25	3,31
Gæld/Egenkapital	0,31	0,22	0,18	0,68	0,52

Note: Millioner af kroner. Kilde: TDC Årsrapporter.

Man kan diskutere, om kapitalfondene i TDC er en rollemodel for aktivt ejerskab. Ejerskabet er mindre koncentreret end i andre kapitalfondsejede virksomheder alene i kraft af, at der er 5 fonde, som alle ønsker at være repræsenteret på mange af møderne. Hertil kommer, at de involverede partnere fra fondene engagerer sig i forskellige udviklingsprojekter i virksomheden (IT, det schweiziske selskab, optimering af arbejdskapital, optimering af faste investeringer m.v.). Selv om fondene søger at koordinere deres holdninger forud for bestyrelsesmøderne, er dette en usædvanlig form for selskabsledelse, som meget vel kan tænkes at give anledning til problemer, ikke mindst fordi den kan risikere at komme i konflikt med virksomhedens formelle styring (bestyrelse og direktion). Ugentlige "orienteringsmøder" mellem bestyrelse (ejere) og direktionen forekommer at være en ret vidtgående udmøntning af "sense of urgency".

Den samlede vurdering af casen afhænger nøje af den strategiske analyse. Hvis TDC ses som et dansk flagskib med gode muligheder for at udvikle forretningen

internationalt, er det svært at se rationalet i kapitalfondenes fremfærd. Men hvis virksomheden, som fondene og den nye direktion mener, er en lavvækst case med få synergier til andre aktiviteter og begrænsede muligheder for forretningsudvikling, er den nuværende strategi hensigtsmæssig både for aktionærerne og for samfundet. Den generelt lave værdiansættelse af telekommunikationsaktier tyder på, at aktiemarkedet mest støtter denne opfattelse.¹⁴

¹⁴ Price/earnings forholdet for telekommunikationsaktier ligger p.t. på 8.8 i Yahoo Finance mod for eksempel 18.2 for technology stocks.

B. ISS

ISS er det næststørste kapitalfondsopkøb i Danmark efter TDC – på mere end 30 milliarder kroner – og er ligesom TDC diskuteret af bl.a. Spliid (2007), Nyrup Rasmussen (2007) og Vinten & Thomsen (2008). De mange aspekter af casen skal heller ikke gentages her, hvor vi fokuserer på aktivt ejerskab.

ISS er på mange måder en atypisk virksomhed, som er vanskelig at forstå og værdifastsætte, fordi virksomheden fortrinsvis arbejder med lavteknologisk service (rengøring) og besidder meget få materielle aktiver men i høj grad vokser gennem opkøb, således at en meget stor del af balancen er goodwill. Nedskrivninger af goodwill vil således kunne gøre virksomheden insolvent. Børsanalytikere har blandt andet været bekymret for lav organisk vækst og begrænset frit cash flow som følge af de mange opkøbte virksomheder. Efter år 2000 oplevede ISS ligesom andre internationale servicevirksomheder et kraftigt fald i aktiekursen, som i stigende grad gjorde det problematisk at finansiere en ekspansiv opkøbsstrategi gennem udstedelse af ny aktiekapital. Samtidig gennemførtes en rationalisering (contract trimming), som i sagens natur førte til lavere organisk vækst. Gennem den såkaldte IFS strategi forsøgte virksomheden dog at udvikle forretningen ved at udbyde et bredere sortiment af tjenester og dermed opnå højere kundeloyalitet (og større organisk vækst).

EQT (sammen med Goldman Sachs Capital Partners) gav i 2005 tilbud på virksomheden med den investeringscase, at ISS var en sund, velleddet virksomhed med en god strategi, der blot fortjente at blive accelereret. Efterfølgende er opkøbsstrategien fortsat i forøget tempo. Ulig de fleste andre kapitalfondsopkøb blev ISS ikke sat til salg af de tidligere ejere. Man kan endda kalde overtagelsen "fjendtlig" i den forstand, at den tilsyneladende kom på tværs af den tidligere bestyrelses og direktions planer med virksomheden. Bestyrelsen så sig dog ikke i stand til at matche fondenes bud med en højere fair value for virksomheden og endte derfor med at anbefale aktionærerne at sælge.

Ejerskabet blev naturligvis mere koncentreret og handlekraftigt, hvilket blandt andet viste sig ved udskiftning af den administrerende direktør, der ikke kunne leve op til fondenes forventninger. Her spillede "aktivt ejerskab" en betydelig rolle, idet fondenes direkte engagement i virksomheden stred mod den hidtidige forretningsgang, der gav langt større autonomi til den administrerende direktør.

Bestyrelsen blev efter opkøbet udskiftet med flere ejerrepræsentanter, øget branchekundskab og flere internationale medlemmer. Internationaliseringen var ikke overraskende givet det internationale ejerskab og den meget internationale forretning (hvoraf kun nogle få procent ligger i Danmark), og man kan i dag diskutere, om ISS er en dansk virksomhed. Bestyrelsesarbejdet er blevet mere fokuseret på strategi og værdiskabelse. Der er etableret underudvalg i bestyrelsen for strategi og akkvisitioner, hvilket har medvirket til skabelse af en fremgangsmåde for mere succesfulde opkøb i det enkelte land, der nu starter med selskabets kernekompetence, i anden omgang udvikles til kontor eller sikkerhedsservice, og først derefter udvikles til Full Service Provision. En systematisk overvågning af opkøbsmuligheder frem for case-by-case beslutninger medvirker også til en professionalisering af denne vigtige funktion. Ændringerne i bestyrelse og direktion er vist i tabel B.1.

Det aktive ejerskab viser sig også i hyppig kontakt mellem ejerne og virksomhedens ledelse, som i nogen grad går på tværs af den normale arbejdsdeling mellem aktionærer, bestyrelse, og direktion. Formelt ratificeres alle vigtige beslutninger i bestyrelsen, men i nogle tilfælde kan man sige, at ratificeringen reelt er en formssag. Derved adskiller ISS sig dog ikke fra andre virksomheder med koncentreret ejerskab.

Et sofistikeret incitamentssystem fra før opkøbet er blevet erstattet af aktieinvesteringer blandt de ledende medarbejdere. Hertil kommer et bonussystem, der tager hensyn til kapitalomkostninger, og som derfor i højere grad end tidligere fokuserer de enkelte datterselskabers vækst på værdiskabelse.

Tabel B.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Erik Sørensen</i>	Eric Rylberg	<i>Leif Östling</i>	Jørgen Lindegaard
Sven Riskær	Thorbjørn Graarud	Sir Francis Mackay	Jeff Gravenhorst
Claus Høeg Madsen	Karsten Poulsen	Ole Andersen	Flemming Schandorff
Peter Lorange	Flemming Schandorff	Sanjay Patel	
Tom Knutzen		Richard Sharp	
Karin Verland		Christoph Sander	

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Leif Östling afløses efterfølgende af Sir Francis Mackay, Steven Sher og Peter Korsholm indtræder senere. Kilde: Årsrapporter fra www.issworld.com.

Kapitalstrukturen er blevet langt mere gearet, således er egenkapitalandelen faldet til 10 % af balancen og mindre end 20 % af gælden, men i kraft af gode kreditvilkår og et betydeligt cash flow har dette indtil videre tilsyneladende ikke voldt problemer for virksomheden, jævnfør også at opkøbsvæksten er blevet forstærket. I året op til overtagelsen voksede gælden fra 4,2 til 9,3 gange indtjeningen (EBITA) men er siden i kraft af indtjeningsvæksten aftaget til 7,8 i 2007. Udviklingen i gearingen fremgår blandt andet af tabel A.2. I kraft af lånetilsagn og en heldig refinansiering rammes selskabet ikke på kort sigt af subprime-krisen og øgede låneomkostninger. Derimod forekommer det sandsynligt, at opkøbsstrategien på længere sigt må bremse op eller gå ned i tempo, hvis krisen fortsætter og kapitalomkostningerne vokser. Et egentlig konjunkturtilbageslag med negativ vækst vil naturligvis ramme en så gearet virksomhed særlig hårdt.

Tabel B.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2
<i>Resultatopgørelse</i>						
Omsætning	37.984	36.165	40.355	46.440	55.772	63.922
EBITA (se note)	2.010	2.032	2.279	2.650	3.244	3.835
<i>Balance</i>						
Aktiver	22.412	23.385	29.676	31.865	52.253	55.348
Egenkapital	7.331	7.633	8.336	6.774	5.980	5.518
Netto rentebærende gæld	7.467	6.811	9.581	24.546	27.714	29.981
<i>Vækst</i>						
Omsætning		-0,05	0,12	0,15	0,20	0,15
EBITA*		0,01	0,12	0,16	0,22	0,18
Aktiver		0,04	0,27	0,07	0,64	0,06
<i>Gearing</i>						
Gæld/EBITA	3,71	3,35	4,20	9,26	8,54	7,82
Gæld/Egenkapital	1,02	0,89	1,15	3,62	4,63	5,43

Note: Millioner af kroner. EBITDA ikke oplyst. Jævnfør de internationale regnskabsstandarde (IFRS) skal goodwill kun afskrives, når der sker en vedvarende værdiforringelse af aktiverne. Der er således ikke stor forskel på EBITDA og EBITA. Kilde: www.issworld.com.

ISS er altså til forskel fra TDC en vækstcase, hvor den tidligere strategi er blevet accelereret og ikke omgjort. Både omsætning, indtjening og beskæftigelse er steget markant efter opkøbet. Den samlede vurdering af overtagelsen må i høj grad bero på hvilken risiko, man tillægger den markant øgede gearing. Er gæld, som fondene vil mene, en bedre finansieringskilde for en virksomhed som ISS, eller indebærer gælden oversete risici? Hertil kommer fra en dansk samfundsvinkel, om kapitalfondenes exit vil indebære, at hovedkontoret flytter ud af landet som det sidste trin i virksomhedens internationalisering, og i givet fald om denne udvikling skal betragtes som uønsket?

C. Falck

Falcks aktiviteter er rettet mod at forebygge ulykker og sygdom, at yde assistance i katastrofe-, ulykkes- og nødsituationer og at hjælpe mennesker med at videreføre livet efter sygdom eller ulykke. Falck har fire forretningsområder som alle er markedsledende i deres respektive geografiske regioner: (i) Redning: europæisk ambulance operatør og brandslukningsberedskab, (ii) Assistance: udbyder af autoassistance og øvrige assistance produkter dækkende hjem og personer, (iii) Sundhed: dansk udbyder af sundhedsordninger samt øvrige sundhedsservices, og (iv) Træning: global leverandør af rednings- og sikkerhedskurser til offshore branchen og den maritime sektor.

Falck blev i juli 2004 udskilt fra Group 4 Securicor umiddelbart efter dannelsen af dette selskab gennem fusionen af Group 4 Falck og det britiske vagtselskab Securicor. Efter fusionen blev vagtservice og pengetransport dominerende forretningsområder, mens redningstjeneste (Falck) og fængselsdrift (Global Solutions) fremstod som små, ubeslægtede forretningsområder. Group 4 Falck besluttede derfor at spalte aktiviteterne, og efter et separat frasalg af Global Solutions blev Falck noteret på Københavns Fondsbørs. Ejerkredsen blev etableret gennem en aktiespaltning. Aktierne blev af flere grunde prissat forholdsvis lavt. Mange af selskabets internationale aktionærer havde ingen særlig interesse i at holde aktier i et mellemstort dansk selskab. Hertil kom, at mange børsanalytikere var skeptiske over for ledelsens vækstplaner og i stedet anbefalede selskabet at koncentrere sig om hjemmemarkedet.

I denne situation valgte Nordic Capital at afgive et bud på selskabet med udgangspunkt i tillid til ledelsen og dens planer for fremtiden. Nordic Capital havde igennem ejerskabet af flere selskaber med aktiviteter indenfor sundhed en bred erfaring indenfor dette område. Efter en budrunde fik Falcks aktionærer en præmie på 45 % over gennemsnitskursen på noteringsdagen. Falck blev købt til en værdi af 3,6 milliarder kroner.

Ejerstrukturen er enklere end i flere andre kapitalfondsejede selskaber, idet et enkelt dansk holdningsselskab optog den nødvendige gæld for at finansiere opkøbet (ca. 25

% egenkapital og aktionærlån og 75 % gæld). For at fremme den sociale forståelse for opkøbet valgte Nordic Capital at invitere to pensionsfonde, ATP og Pension Danmark, til at deltage i investeringen (men kun ATP accepterede). Som en virksomhed der i høj grad betjener den offentlige sektor, er Falck i høj grad afhængig af sit omdømme og derfor sensitiv over for den kritik, der fra politisk side rejses af kapitalfonde. Nordic Capital sikrede gennem sin store ejerandel og aktionæroverenskomst fuldstændig kontrol med selskabet. ATP Private Equity Partners har således en passiv ejerandel på 10 %.

Tabel 1 viser bestyrelse og direktion før og efter overtagelsen. Bestyrelsen kendetegnes af mindre udskiftning end ved andre kapitalfondsovertagelser. Næstformand Henrik Brandt og Jens Kampmann udtrådte i forbindelse med opkøbet, mens Lars Nørby Johansen (formand), Jens Erik Christensen og Johannes Due blev siddende. Jens Erik Christensen har en fortid fra forsikringsselskabet Codan og har således særlig godt kendskab til salg af Falcks produkter og service ydelser. Som direktør i Sygeforsikring Danmark har Johannes Due en særlig god forståelse af det offentlige system, Falck samarbejder med. Endeligt havde den forhenværende administrerende direktør i Group 4 Falck, Lars Nørby Johansen, et generelt dybdegående kendskab til selskabet og dets interesser. Nordic Capital partner Christian Dyvig indtrådte i bestyrelsen som ny næstformand, og derudover indtrådte Kim Gulstad fra Nordic Capital. Endelig kom Anders Sundström – administrerende direktør i det svenske forsikringsselskab Folksam, som i maj 2005 blev 5 % aktionær i Falck – med for at styrke den nordiske ekspansion.

Direktionen fortsatte med Allan Søgaard Larsen og Morten R. Pedersen.

Tabel C.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Lars Nørby Johansen</i>	Allan Søgaard Larsen	<i>Lars Nørby Johansen</i>	Allan Søgaard Larsen
Jens Erik Christensen	Morten Pedersen	Jens Erik Christensen	Morten Pedersen
Johannes Due		Johannes Due	
Henrik Brandt		Anders Sundstrom	
Jens Kampmann		Christian Dyvig	
		Kim Gulstad	

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Nordic Capital.

Det aktive ejerskab viser sig ikke mindst i hyppig kontakt udenfor bestyrelsesmøderne. Der er ugentlig kontakt mellem Allan Søgaard Larsen og Christian Dyvig og endnu hyppigere mellem Allan Søgaard Larsen og Lars Nørby Johansen, der har kontor i virksomheden. Den personlige, tillidsbaserede relation med gensidig respekt anses af begge parter som afgørende for selskabsledelsens kvalitet. Nordic Capital lægger stor vægt på at trække grænsen mellem ejerskab og ledelse. Fondens rolle som aktionær er blandt andet sammen med ledelsen at lægge en klar plan for selskabets udvikling, at tage sig af finansieringen af virksomhedens aktiviteter, at give ledelsen beslutningsstøtte og (i samarbejde med ledelsen) at sætte et passende højt ambitionsniveau for forretningsudvikling, organisation og risikovillighed. Godt ejerskab betyder her ikke mindst at fokusere på forretningen frem for de økonomiske nøgletal.

For at sikre motivation tilbød Nordic Capital ledelsen at købe aktier i selskabet svarende til den bonus, som ledelsen fik i forbindelse med gennemførelsen af salget til Nordic Capital. Koncernchef Allan Søgaard Larsen og koncernøkonomidirektør Morten R. Pedersen tildeltes herudover warrants, så deres ejerandel ved en indløsning omtrent fordobles til 9,3 % af virksomheden.

Den finansielle gearing steg som en konsekvens af overtagelsen til 4,9 gange 2004 EBITDA men er senere faldet til 3,9 gange 2007 EBITDA som følge af en stigende indtjening og positiv pengestrøm. I kraft af en solid vækst og indtjening kunne Falck i 2006 omlægge en del af låneporteføljen og indfri et aktionærlån. Den gunstige

udvikling i selskabet har gjort det muligt at reducere gælden og refinansiere til en betydelig lavere rente. Disse og øvrige nøgletal fremgår af tabel C.2.

Falck er altså en vækstcase, og børsanalytikernes skepsis kan altså siges at være blevet gjort til skamme. Siden overtagelsen har Falck oplevet kraftig vækst i indtjeningen (> 70 % vækst i EBITDA) og omsætning (50 %). Til forskel fra ISS er hovedparten af væksten organisk. Der er næppe tvivl om, at overtagelsen har været en succes, og den samlede vurdering af casen afhænger således først og fremmest af, i hvilket omfang denne succes kan tilskrives kapitalfondsejerskabet henholdsvis virksomhedens ledelse. Kunne virksomheden med den samme ledelse have vokset i samme takt som børsnoteret? Ville en anden kapitalfond have opnået tilsvarende gode resultater med virksomheden?

Tabel C.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3
<i>Resultatopgørelse</i>							
Omsætning	3.584	3.801	3.781	4.224	4.728	5.382	6.271
EBITDA	442	414	398	476	565	689	815
<i>Balance</i>							
Aktiver	1.967	1.881	2.257	5.801	5.431	6.083	6.355
Egenkapital	437	468	600	187	308	542	834
Netto rentebærende gæld	-196	-62	-224	2.335	2.396	3.336	3.139
<i>Vækst</i>							
Omsætning		0,06	-0,01	0,12	0,12	0,14	0,17
EBITDA		-0,06	-0,04	0,20	0,19	0,22	0,18
Aktiver		-0,04	0,20	1,57	-0,06	0,12	0,04
<i>Gearing</i>							
Gæld/EBITDA	-0,44	-0,15	-0,56	4,91	4,24	4,84	3,85
Gæld/Egenkapital	-0,45	-0,13	-0,37	12,49	7,78	6,15	3,76

Noter: Millioner af kroner. Aktiver for perioden 2001 til 2003 er aktiverne i Falck A/S, mens aktiver for perioden 2004 til 2007 er aktiverne i Falck Holding A/S. Et aktionærlån blev indfriet med 875 millioner kroner i marts 2006 ved at optage yderligere fremmedfinansieret gæld. Kilde: Nordic Capital.

D. Novasol-Dansommer

Novasol-Dansommer udlejer feriehuse på vegne af private sommerhusejere.

Kapitalfonden Polaris købte i november 2000 Novasol og tilføjede i 2001 Dansommer, et andet udlejningsbureau. Novasol var tidligere blevet sat til salg i en auktionsproces, hvor den tidligere ejer ønskede at afhænde virksomheden. Et glidende generationsskifte med overgang til en professionel direktør var allerede blevet gennemført, men samspillet mellem den professionelle direktion og stifter var ikke uden problemer. Polaris endte med at købe 75 % af virksomheden, idet stifteren beholdt 25 % af aktierne.

Polaris valgte at byde på virksomheden i tillid til ledelsens strategi for vækst, konsolidering og international ekspansion. Udlejningsbureauer for private feriehuse blev anset for at være et område, hvor en dansk model med fordel kunne overføres til andre dele af Europa. Der mentes at være betydelige stordriftsfordele i udlejning, hvor både lejere og udlejere har interesse i et stort udbud. Lejerne kan effektivisere deres søgning ved at henvende sig til en enkelt informationskilde, og en stor kundekreds kan for udlejere minimere risikoen for, at husene står tomme. Hertil kommer stordriftsfordele i IT og administration. Endelig så Polaris ligesom den professionelle ledelse et potentiale i øget anvendelse af informationsteknologi (udlejning via hjemmeside), der kom til at tegne sig for en markant stigende andel. En konsolidering af branchen – hvor der på daværende tidspunkt var 4 større udlejningsbureauer i Norden – stod derfor højt på dagsordenen. Formentlig af psykologiske årsager kunne de ret jævnaldrende stiftere dog ikke enes om konsolideringsformen, hvorfor Polaris kom til at spille en rolle som neutral tredjepart.

De nye ejere valgte hurtigt en ny bestyrelse bestående af ejere og medlemmer med særlige industrielle kompetencer til at understøtte de fremtidige vækstplaner. Tabel D.1 viser sammensætningen efter overtagelserne. Efter sammenlægningen af Novasol og Dansommer blev Flemming Schandorff fra ISS, som havde stor erfaring med internationale opkøb, formand, og to eksterne medlemmer med erfaring fra rejsebranchen blev valgt ind (Lars Thuesen og Erik Arnbak).

Tabel D.1. Bestyrelse og direktion (efter opkøb af Dansommer).

t+1	
Bestyrelse	Direktion
<i>Flemming Schandorff</i>	Erling Holmbjerg
Lars Thuesen	John Brüggmann
Erik Arnbak	
Viggo Nedergaard Jensen	
Niels Worning	

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Polaris.

Fire ledende medarbejdere købte aktier i virksomheden. Efter købet af Dansommer ejede de gennem et warrant program tilsammen 5 % af aktierne. Den nye bestyrelse havde også stærke økonomiske incitamenter gennem ejerskab, da grundlæggerne af de to virksomheder sad med minoritetsposter på henholdsvis 20 % og 10 %.

Sammenlignet med senere kapitalfondsovertagelser var finansieringen konservativ med 60 % gæld og 40 % egenkapital. De sparsomme data, vi har fået udleveret, fremgår af tabel D.2.

Tabel D.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2000	2001	2002
År (efter overtagelse)	0	1	2
<i>Resultatopgørelse</i>			
Omsætning	604	1.052	1.115
EBITDA	38	49	79
<i>Balance</i>			
Aktiver			
Egenkapital			
Netto rentebærende gæld	237		211
<i>Vækst</i>			
Omsætning		0,74	0,06
EBITDA		0,31	0,61
Aktiver			
<i>Gearing</i>			
Gæld/EBITDA	6,32		2,67
Gæld/Egenkapital			

Note: Millioner kroner. Kilde: Polaris.

Virksomheden blev i 2002 afhændet til en industriel køber (Cendant) allerede efter halvandet år. Baggrunden var, at Polaris søgte en international konsolidering for at opnå de ønskede stordriftsfordele, hvilket viste sig kun at kunne realiseres gennem salg af virksomheden (tilkøb i Sydeuropa var udelukket, da ejerne af de to store sydeuropæiske feriehusudlejningsvirksomheder ikke ønskede at sælge). Det lykkedes fonden at forhandle en god salgspris på plads på baggrund af de endnu urealiserede synergier. Fondens rolle bestod i dette tilfælde primært i bistand til en konsolidering af det nordiske marked for udlejning af feriehus.

Novasol-Dansommer var en succes for Polaris i den forstand, at fonden opnåede et højt afkast af transaktionen. Casen viser, at kapitalfonde kan spille en rolle i forbindelse med generationsskifte og branchekonsolidering. Også i dette tilfælde indebar exit dog salg til en udenlandsk koncern. Det blev altså ikke en dansk virksomhed, der kom til at stå i spidsen for konsolideringen. Casen viser endvidere, at "sense of urgency" i nogle tilfælde kan føre til en kort tidshorisont for ejerskabet.

E. Kompan

KOMPAN er global markedsleder indenfor udstyr til legepladser og legesport.

Lego, som via Kirkbi Invest var virksomhedens hovedaktionær frem til overtagelsen, oplevede i begyndelsen er 2000'erne svigtende resultater og ønskede derfor at koncentrere sig om sine kerneforretninger. Virksomheden blev derfor med direktionens billigelse sat til salg i 2005. Nordic Capital vandt budrunden med en god pris og opbakning til ledelsens strategi.

Markedet for legeredskaber og legepladsudstyr har traditionelt være meget lidt innovativt, selvom den teknologiske udvikling også her åbner for mange nye muligheder. Disse muligheder så Nordic Capital et stort potentiale i, og de blev tillagt stor vægt som en betydelig konkurrencemæssig fordel og som drivende for målsætningen om en position som verdens førende producent. Investeringscasen var baseret på tillid til ledelsen og fælles visioner om æstetisk og intelligent legeudstyr samt vilje til at bakke denne tillid op gennem finansiering og accelereret vækst.

Ledelsen fortsatte uforandret, men bestyrelsen blev udskiftet først med repræsentanter for Nordic Capital, senere med en ekstern formand, Jesper Mailand fra GN Resound. Man kan altså ikke i dette tilfælde sige, at bestyrelsens kompetencer i første omgang blev matchet med virksomhedens udfordringer. Senere (t+2) kom Mads Nipper fra Lego dog med. Ændringerne i året før og efter overtagelsen fremgår af tabel E.1.

At ledelsen har fået en aktiv ejer mærkes blandt andet ved ugentlig kontakt med fondens repræsentanter uden om bestyrelsesmøderne og en aktiv medvirken ved selskabets opkøb.

Gælden steg som vanligt kraftigt efter overtagelsen, op til knap 6 gange indtjeningen og halvdelen af aktiverne, men gældsandelen er senere aftaget noget som følge af virksomhedens vækst.

Tabel E.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Bent Pedersen</i>	Carl Henrik Jeppesen	<i>Jesper Mailand</i>	Carl Henrik Jeppesen
Søren Torp Laursen		Kent Stevens Larsen	
Christian Majgaard Nielsen		Michael Haaning	
Tom Lindhardt Wils			

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Nordic Capital.

Kompan har haft en væsentlig stigning i omsætning og indtjening siden ejerskiftet, det fremgår af tabel E.2. Omsætningen er vokset med 50 %, mens indtjeningen (EBITDA) er næsten fordoblet. For at øge omkostningseffektiviteten blev det besluttet at flytte produktionen til nye produktionsfaciliteter i Tjekkiet, men processen er dog ikke forløbet uden problemer. Virksomheden har også bidraget til en konsolidering af den Europæiske branche gennem opkøb af førende producenter i Sverige, Norge og Tyskland. Ambitionerne rækker dog videre, og Kompan har således i 2008 endda købt en australsk virksomhed. Som det fremgår af tabel E.2 er aktiverne næsten tredoblet efter overtagelsen.

Tabel E.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3
<i>Resultatopgørelse</i>							
Omsætning	580	687	700	733	806	976	1.087
EBITDA	29	80	73	94	106	148	164
<i>Balance</i>							
Aktiver	452	462	411	420	1.089	1.181	1.193
Egenkapital	223	245	205	149	29	306	365
Netto rentebærende gæld	89	90	88	65	598	564	537
<i>Vækst</i>							
Omsætning		0,18	0,02	0,05	0,10	0,21	0,11
EBITDA		1,76	-0,09	0,29	0,13	0,40	0,11
Aktiver		0,02	-0,11	0,02	1,59	0,08	0,01
<i>Gearing</i>							
Gæld/EBITDA	3,07	1,12	1,21	0,69	5,60	3,81	3,27
Gæld/Egenkapital	0,40	0,37	0,43	0,44	20,48	1,84	1,47

Note: Millioner af kroner. Kilde: Nordic Capital.

Kompan er et eksempel på, at kapitalfonde også kan støtte op om virksomheder med forsknings- og udviklingsomkostninger, der ellers normalt forbindes med venture kapital.

F. Vest-Wood

Vest-Wood¹⁵ var efter børsnoteringen i 1993 gennem opkøb finansieret med aktieudstedelse vokset til at blive den førende nordiske producent af døre efter årtusindskiftet. Stifteren og andre ejere ønskede at sælge, og efter et betydeligt kursfald (på omkring en tredjedel) lykkedes det i 2002 at sælge til et konsortium ledet af Axcel og Polaris, der købte virksomheden med følgende investeringscase:

- Udvikling Vest-Wood mod europæisk førerposition i et meget fragmenteret marked
- Sikring af positiv organisk vækst
- Reduktion af produktionsomkostningerne

Begge fonde havde via tidligere investeringer kendskab til den træforarbejdende industri. Overtagelsen blev varetaget af et dansk holdingselskab, Door Holding, og blev finansieret med 30 % egenkapital og 70 % gæld. Axcel var den største enkeltaktionær i Door Holding.

Bestyrelsen blev udskiftet. Fra ejerkredsens netværk blev erfarne erhvervsfolk med kompetencer indenfor Vest-Woods aktiviteter hentet ind. Forhenværende COO Hans Schmidt-Hansen i den europæiske byggematerielkoncern, Lindab, der producerer og sælger byggekomponenter, blev bestyrelsesformand. Herudover kom blandt andre administrerende direktør i HTH, Preben Bager, General Manager i Rockwool, Preben Overgaard og administrerende direktør i Danish Crown, Kjeld Johannesen. Fondene besatte selv tre af pladserne i den nye bestyrelse herunder næstformandsposten. Asbjørn Berge blev i forbindelse med ejerskiftet forfremmet til administrerende direktør, idet Egon Korsbæk allerede tidligere havde annonceret sin fratrædelse.

¹⁵ Overtagelsen af Vest-Wood er allerede godt beskrevet hos Spliid (2007).

Tabel F. 1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Per Gunnar Hansen</i>	Egon Korsbæk	<i>Hans Schmidt-Hansen</i>	Asbjørn Berge
Thorsten Erik Rasmussen	Asbjørn Berge	Christian Frigast	Jens Bach Mortensen
Uffe Bro		Preben Bager	Christian Frisk
Jens-Hagen Brandt		Christopher Bødtker	Ole Madsen
Flemming Rohde Nielsen		Kjeld Johannesen	
		Preben Overgaard	
		Viggo Nedergaard	

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Axcel.

Ledergruppens optioner udløstes ved overtagelsen, men ledelsen fik samtidig mulighed for at reinvestere i holdingselskabet og modtog samtidig et optionsprogram.

Strategien blev at bevare selskabets stærke position i Norden og udvide salget på de eksisterende markeder udenfor Norden samt udvikle nye markeder. Virksomheden skulle udvikles til Europas største dør-virksomhed igennem både organisk vækst og opkøb. Umiddelbart efter opkøbet blev en stor underskudsgivende tysk virksomhed overtaget, hvilket havde været vanskeligt for en børsnoteret virksomhed med lav aktiekurs. Det lykkedes at vende udviklingen i den tyske virksomhed, og allerede året efter overtagelsen steg omsætningen med 40 % og indtjeningen (EBITDA) med 36 %.

Tabel F.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3
<i>Resultatopgørelse</i>							
Omsætning	1.122	1.313	1.931	1.987	2.798	2.886	3.358
EBITDA	174	218	311	286	390	399	447
<i>Balance</i>							
Aktiver	1.198	2.122	2.102	2.043	2.205	2.033	2.465
Egenkapital	464	463	560	533	711	611	632
Netto rentebærende gæld	289	946	994	926	886	781	908
<i>Vækst</i>							
Omsætning		0,17	0,47	0,03	0,41	0,03	0,16
EBITDA		0,25	0,43	-0,08	0,36	0,02	0,12
Aktiver		0,77	-0,01	-0,03	0,08	-0,08	0,21
<i>Gearing</i>							
Gæld/EBITDA	1,66	4,34	3,20	3,24	2,27	1,96	2,03
Gæld/Egenkapital	0,62	2,04	1,78	1,74	1,25	1,28	1,44

Note: Millioner af kroner. Regnskabspraksis ændret i 2002. Kilde: Axcel.

Samlet set fortsatte væksten gennem yderligere opkøb i Østrig, og en tidligere negativ organisk vækst blev vendt til en positiv vækst til trods for et faldende tysk marked. Indtjeningen er steget til betragtelig mere end før overtagelsen. Effektiviseringen af driften viste sig blandt andet ved nedbringelse af arbejdskapitalen (lagre) og en effektivisering af produktionen. Da gælden lå i holdningsselskabet, og da finansieringen var relativt konservativ, blev Vest-Woods egen kapitalstruktur ikke synderligt berørt af overtagelsen.

For kapitalfondene kan Vest-Wood betragtes som en succes, idet de over en tre års periode fik mere end fordoblet deres investering. Om end virksomheden nu udgør den centrale satsning på det europæiske marked, spiller den i dag en mere underordnet rolle som datterselskab i en stor amerikansk koncern.

G. Royal Scandinavia

Royal Scandinavia var i 2001 en stor kunstindustrikoncern med stærke danske og skandinaviske varemærker inden for dansk og skandinavisk kunstindustri; blandt andet porcelæn (Den kgl. Porcelænsfabrik Royal Copenhagen), glas (Holmegaard, Kosta Boda), detailhandel (Illums bolighus) og guldsmedevirksomhed (Georg Jensen). Virksomheden var siden 1980'erne blevet opbygget af hovedaktionæren Carlsberg, der så synergier i udenlandsk markedsføring af dansk design. Mange af virksomhederne havde tidligere været plaget af økonomiske vanskeligheder og havde aldrig været lukrative, men var dog overskudsgivende. Trods de stærke varemærker bar produktionen stadig præg af håndværk, små serier og lange leveringstider.

Carlsberg ønskede af strategiske og økonomiske årsager at sælge sin andel for at fokusere på bryggeri, og Axcel købte i 2001 virksomheden efter en budrunde. Free float aktionærerne – svarende til knap 8 % – fik markedskursen, mens Carlsberg og Rausing, som var den anden store aktionær, i praksis fik en lavere kurs, idet de finansierede en andel af overtagelsen med ansvarlig lånekapital, der siden hen blev eftergivet.

De udmeldte intentioner fremgår af pressemeddelelsen fra den 22. december 2000. *"Det er vigtigt for Carlsberg at sælge sine aktier til ejere, der samlet køber alle aktiviteter, og som vil investere i fortsat udvikling af Royal Scandinavia"*, udtaler koncernchef, adm. direktør Flemming Lindeløv, Carlsberg. Ifølge strategiplanen for Royal Scandinavia vil de nye ejere udbygge virksomhedens nuværende stærke markedsposition i Skandinavien, USA, Japan, Italien og Tyskland. Der vil blive lagt vægt på forøget indtjening og fokusering i de enkelte forretningsenheder. *"Royal Scandinavia er den førende skandinaviske kunstindustrielle virksomhed med stærke markedspositioner og mærkevarer inden for porcelæn, smykker og ure samt glas - en position, som vi ønsker at bevare og videreudvikle med respekt for de enkelte virksomheders mangeårige historie og traditioner. Samtidig har Royal Scandinavia gode muligheder for yderligere vækst, både organisk og gennem akkvisitioner samt*

strategiske alliancer, hvorfor vi betragter virksomheden som en investering med et godt potentiale", udtaler administrerende direktør Christian Frigast, Axcel.

Overtagelsen førte imidlertid til et markant strategiskifte. Under det gamle ejerskab var Royal Scandinavia blevet til, hvad Axcel så som et konglomerat. I stedet for at betone synergier og integration mellem de enkelte brands indledte Axcel en modsatrettet strategi, der beskrives som "opløsning af selskabet". De fleste brands blev solgt fra, så der i 2005 kun var Royal Copenhagen og Georg Jensen tilbage. Tidligere fælles, administrative funktioner som IT og økonomi blev lagt ud i selskaberne, og moderselskabet Royal Scandinavia er i dag blot et finansielt holdingselskab.

Corporate Governance

Efter overtagelsen blev direktionen skiftet ud. Den tidligere bestyrelsesformand og tidligere administrerende direktør i Carlsberg, Flemming Lindeløv, blev nu administrerende direktør i Royal Scandinavia.

Bestyrelsen i Royal Scandinavia kom i høj grad til at bestå af ejerrepræsentanter fra Axcel, Carlsberg, Dantherm, og Rausing familien, hvortil kom, at flere fra den tidligere bestyrelse fortsatte. Bortset fra ejerrepræsentation kan man ikke sige, at bestyrelse eller direktion adskiller sig markant fra, hvad man i øvrigt finder i dansk erhvervsliv. Udskiftningsfrekvensen blev dog noget højere som det fremgår af tabel G.1. Blandt andet blev bestyrelsesformand Poul Plougmann, der dengang var vicedirektør i Lego. Derimod fik datterselskaberne Georg Jensen, Royal Copenhagen, Orrefos Kosta Boda, Boda Nova Höganäs, Illums Bolighus og Holmegaard senere deres egne bestyrelser, hvor der blev lagt vægt på at indsætte relevante spidskompetencer.

Tabel G.1. Bestyrelse (Royal Scandinavia).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
-1	0	1	2	3	4	5	6
<i>Flemming</i>	<i>Christian</i>	Christian	Christian	Christian	Christian	Christian	Christian
<i>Lindeløv</i>	<i>Frigast</i>	Frigast	Frigast	Frigast	Frigast	Frigast	Frigast
Poul	Walther	Walther	Walther	<i>Walther</i>	<i>Walther</i>	<i>Walther</i>	<i>Erik D.</i>
Matthiesen	Paulsen	Paulsen	Paulsen	<i>Paulsen</i>	<i>Paulsen</i>	<i>Paulsen</i>	<i>Jensen</i>
Niels	Niels	<i>Poul</i>	<i>Poul</i>		Nikolaj	Nikolaj	Nikolaj
Wilhelm	Wilhelm	<i>Plougmann</i>	<i>Plougmann</i>		Vejlsgaard	Vejlsgaard	Vejlsgaard
Kurt	Kurt	Kurt					
Augustsson	Augustsson	Augustsson					
Jan	Jan	Jan	Jan				
Frøshaug	Frøshaug	Frøshaug	Frøshaug				
Jens	Jens	Hans K.	Tuve				
Werner	Werner	Højsgaard	Johannesson				
	Jørn			Jørn			
	Jensen	Jørn Jensen	Jørn Jensen	Jensen			

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Excel.

Tabel G.2. Direktion (Royal Scandinavia).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
-1	0	1	2	3	4	5	6
Knud O.	Flemming	Flemming	Flemming	Flemming	Erik D.	Erik D.	Poul Ravn
Petersen	Lindeløv	Lindeløv	Lindeløv	Lindeløv	Jensen	Jensen	Christensen

Note: Administrerende direktør. Kilde: Excel.

På grund af en vanskelig økonomi blev ejerskabet ekstra aktivt. Snarere end månedlig eller ugentlig kontakt var der daglig kontakt mellem fond og virksomhed foruden ekstraordinære bestyrelsesmøder og kontakt til bestyrelsesmedlemmerne udenfor møderne.

Overtagelsen ændrede også ledelsens incitamentsystemer. Flemming Lindeløv var medinvestor i Royal Scandinavia, og det samme blev tilfældet i datterselskaberne. Ledergruppen i Royal Copenhagen fik mulighed for at købe op til 8 % af aktierne i

dette selskab gennem et warrant program og tilsvarende gælder for Georg Jensen. I de øvrige selskaber var ledelserne omfattet af exitbonus ordninger.

Kapitalstrukturen ændrede sig efter overtagelsen, idet Royal Scandinavia ikke længere kunne trække på Carlsbergs finansielle ressourcer. Gælden steg markant som led i overtagelsen, mens egenkapitalen blev reduceret dramatisk, og Axcels måtte tilføre selskabet ny kapital i 2002, blandt andet som følge af betydelige investeringer i fornyelse af Royal Copenhagens produktionsfaciliteter. Gælden kunne ikke som i andre kapitalfondsovertagelser betales af et stort cash flow, men blev finansieret ved salg af selskaber og ejendomme (som i nogle tilfælde lejes tilbage på lejekontrakter, der indebærer en langfrister forpligtigelse). En rentebærende gæld på næsten 1,5 milliard kroner er nedbragt til 245 millioner kroner. Aktiverne er dog også faldet betydeligt i samme periode, hvilket skyldes frasalgene men også reduktion i arbejdskapitalen – særligt varelagerne – i de enkelte selskaber.

Økonomiske resultater

Nedenfor gives en oversigt over den økonomiske udvikling i Royal Scandinavia i årene før og efter overtagelsen i 2000. Opgørelsen suppleres med Axcels egen sammenstilling af økonomiske resultater over perioden (nedenfor igen), der på flere punkter (omsætning i regnskabsåret 2000/01, rentebærende gæld i regnskabsåret 2006) afviger fra tallene ovenfor – blandt andet ved at rense for række ikke-driftsrelaterede indtægter og hensættelser, som resulterer i en "normaliseret EBITDA".

Tabel G.3. Nøgletal (Royal Scandinavia).

År (kalenderår)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
<i>Resultatopgørelse</i>										
Omsætning	2.076	2.186	2.559	1.472	2.248	1.966	1.998	1.715	1.332	1.368
EBITDA (estimeret)	174	163	203	-138	40	-93	-83	15	51	138
<i>Balance</i>										
Aktiver	2.467	2.669	2.851	2.888	2.514	2.030	1.991	1.498	1.477	1.295
Egenkapital	1.613	1.616	1.596	367	436	319	367	584	538	547
Netto rentebærende gæld	-2	6	-9	1.471	1.100	799	740	436	524	246
<i>Vækst</i>										
Omsætning	0,63	0,05	0,17	-0,42	0,53	-0,14	0,03	-0,14	-0,22	0,03
EBITDA		0,04	0,25	-1,22	-1,87	-3,23	-0,54	-2,05	0,33	1,73
Aktiver	0,36	0,08	0,07	0,01	-0,13	-0,19	-0,02	-0,25	-0,01	-0,12
<i>Gearing</i>										
Gæld/EBITDA	-0,01	0,03	-0,04	-32,7	28,21	-9,19	-18,5	10,39	9,35	1,78
Gæld/Egenkapital	0,00	0,00	-0,01	4,01	2,52	2,51	2,02	0,75	0,97	0,45

Note: Millioner af kroner. Tallene for 2001 dækker kun 9 måneder. Der skal tages højde for, at ansvarlige aktionærlån også her medvirker til at forøge den reelle solvens. Kilder: Årsrapporter, Greens, Experian. 2007-tal er fra Axcel.

Tabel G.4. Royal Scandinavias omsætning og indtjening ifølge Axcel.

År (kalenderår)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Omsætning	2.076	2.186	2.558	2.248	1.931	1.998	1.715	1.332	1.339	1.368
EBITDA, normaliseret	91	50	75	39	-87	-40	42	56	77	138
Netto rentebærende gæld				1.470	1.100	800	740	435	465	246

Note: Millioner af kroner. Tallene er blandt andet søgt justeret for brugen af hensættelser til at dække driftsomkostninger i de 3 år før ejerskiftet. Kilde: Axcel.

Uanset opgørelse kan man ikke sige, at overtagelsen har været en succes, om end bruttomarginen er steget gennem perioden, og resultaterne synes at være blevet bedre i de senere år. Regnskabsmæssige overskud og vækst før overtagelsen blev afløst af en lang periode med underskud, jævnfør tabel G.3. I 2006 var omsætningen omtrent halveret siden 2000, primært gennem frasalg for mere end 1 milliard kroner idet omsætningen i de tilbageværende datterselskaber Royal Copenhagen og Georg Jensen er vokset siden overtagelsen (jævnfør nedenfor). Man kan altså ikke kalde Royal Scandinavia en vækstcase. Selv om konjunkturtilbageslaget efter 11-9-2001 var medvirkende, kan de dårlige resultater ikke alene henføres til dårlige konjunkturer, jævnfør det stærke økonomiske opsving i perioden fra 2003 til 2007, der har givet anledning til kraftig vækst i markedet for luksusprodukter (og i øvrigt ikke kan forventes at vare ved i det nuværende makroøkonomiske klima). Det tilsyneladende betydelige potentiale i de stærke varemærker blev ikke indfriet i Axcels ejerskab. De fleste af dem er solgt fra. Særligt store problemer var der i de svenske glasværker (Orefors og Boda Nova), der blev solgt i 2005. Axcel mener dog nu at have en god økonomi i de resterende selskaber og føler sig overbevist om, at de kan sælges med fortjeneste

Royal Copenhagen

Royal Copenhagen (porcelænsvirksomheden) havde som vist nedenfor i tabel G.5 store tab i 2002 men er nu overskudsgivende.

Virksomheden var genstand for en omfattende rationalisering. Produktionen på Frederiksberg blev flyttet til Glostrup og en voksende andel outsourcet til Thailand (nu 65 % udenfor Danmark). Produktionsprocesserne blev strømlinet, selv om de stadig grundlæggende hviler på håndværk. Eksempelvis er der nu en klarere arbejdsdeling i produktionen af produkttyper (eksempelvis kopper, tallerkener m.v.). 900 medarbejdere blev afskediget. Sygefraværet i produktionen er faldet fra 14 % til 3 %. Virksomhedskulturen er forandret blandt andet i kraft af flytningen. Antallet af varenumre blev skåret ned fra 4.400 til 300, og lagre og produktionstider blev nedbragt betydeligt. Balancen mellem kommercielle og kunstneriske interesser (designere) er ændret med større fokus på det kommercielle. Salg og markedsføring er blevet opprioriteret, så produktsortimentet afspejler det forventede salg snarere end historik og kunstnernes synspunkter. Omstillingen har naturligvis været hård og bekostelig for selskabet, hvilket kan medvirke til at forklare de store underskud i starten af perioden. Den har heller ikke været gratis på kundesiden; men produktiviteten er øget betragteligt.

Tabel G.5. Nøgletal (Royal Copenhagen).

	2002/03	2003/04	2004/05	2006	2007
Omsætning	386	401	438	486	489
EBITDA	-87	-36	25	45	63

Note: Millioner af kroner. Kilde: Axcel.

Med opsplitningen af selskaber ændredes bestyrelsen fra at repræsentere moderselskabet til en egentlig selvstændig bestyrelse med relevante spidskompetencer.

Ulrik Garde Due tilføjer markedsførings- og branding kompetence fra Burberry. Poul Møller fra Royal Unibrew tilføjer kompetencer i salg (og markerer en interessant

tilbagevenden til bryggerikompetencer). Hans Henrik Lund fra GN Netcom tilfører blandt andet logistikkompetencer.

Tabel G.6. Bestyrelse (Royal Copenhagen).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>		
Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen
Peter Normann	Peter Normann	Peter Normann	Peter Normann	Jan Frøshaug	<i>Poul Møller</i>	<i>Poul Møller</i>	<i>Poul Møller</i>
Michael Ring	Michael Ring	Michael Ring	Hans K. Højsgaard	Ulrik Garde	Ulrik Garde	Ulrik Garde	Ulrik Garde
				Due	Due	Due	Due
						H. H. Lund	H. H. Lund

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Axcel.

Tabel G.7. Direktion (Royal Copenhagen).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
		Erik D. Jensen	Peter Lund	Peter Lund	Peter Lund	Peter Lund	Peter Lund

Note: Administrerende direktør. Kilde: Axcel.

Georg Jensen

Modsat Royal Copenhagen har guldsmedevirksomheden Georg Jensen hele tiden haft overskud. Både omsætning og overskud har været i vækst, om end indtjeningen har været svingende.

Tabel G.8. Nøgletal (Georg Jensen).

	2002/03	2003/04	2004/05	2006	2007
Omsætning	727	789	838	852	885
EBITDA	19	32	54	33	89

Note: Millioner af kroner. Kilde: Axcel.

Også i Georg Jensen er der blevet restruktureret efter overtagelsen, og en stor del af produktionen er udflyttet til Thailand. Virksomhedens produktsortiment er blevet udvidet (såkaldt brand leverage). Sortimentet er udvidet med dyrere (up-market) produkter, som ligger i udkanten af virksomhedens traditionelle kompetencer og markedssegmenter, hvilket på nogle områder har været en succes men voldt problemer på andre, og givetvis har medvirket til udskiftninger i direktionen.

Også i Georg Jensen sammensættes efter spaltningen en professionel bestyrelse.

Poul Larsen (Bestseller) tilføjer detailhandelsviden. Ann Monfray (tidligere Louis Vuitton) og Toshiaki Tashiro (Gucci Japan) tilføje branding kompetencer. Jens Moberg bidrager med IT kompetencer og Lars Nørby Johansen med generel ledelseserfaring. Ikke desto mindre er Axcel fortsat en meget nærværende og aktiv ejer, der vedvarende udfordrer direktionen.

Tabel G.9. Bestyrelse (Georg Jensen).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>	<i>Flemming Lindeløv</i>			
Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Erik D. Jensen	Nikolaj Vejlsgaard
Michael Ring	Michael Ring	Michael Ring	Hans K. Højsgaard	<i>Poul Plougmann</i>	<i>Jens Moberg</i>	<i>Lars Nørby Johansen</i>	<i>Lars Nørby Johansen</i>
				Poul Laursen	Poul Laursen	Poul Laursen	Anne Monfray
				Toshiaki Tashiro	Toshiaki Tashiro	Toshiaki Tashiro	Toshiaki Tashiro

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Axcel.

Tabel G.10. Direktion (Georg Jensen).

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
		Michael Ring	Hans K. Højsgaard	Hans K. Højsgaard	Hans K. Højsgaard	Hans K. Højsgaard	Ulrik Garde Due

Note: Administrerende direktør. Kilde: Axcel.

Konklusion

Overtagelsen af Royal Scandinavia var i de første år kendetegnet af dårlig økonomiske resultater og negativ vækst. Det tilsyneladende store potentiale i stærke varemærker er ikke blevet indfriet i det eksisterende ejerskab. De fleste virksomheder er solgt fra. Georg Jensen og Royal Copenhagen er dog stadig i koncernen, og Axcel fastholder på baggrund af de senere års forbedrede indtjening og faldende gæld, at Royal Scandinavia vil vise sig at blive en god investering.

Man kan diskutere, hvorfor denne case voldte problemer. En årsag er givetvis, at Royal Scandinavia er en kompliceret virksomhed, hvor hensyn til traditioner, kunstnere, håndværk og nationale præferencer vejer tungt. Måske ville virksomheden under alle omstændigheder have haft økonomiske problemer. Set i bagklogskabens klare lys var investeringscasen for optimistisk. Inertien i en så gammel og traditionsrig virksomhed har måske været en større udfordring end forventet. Vi kan heller ikke udelukke, at overtagelsen på nogle punkter har været grebet forkert an.

En anden årsag er måske, at Royal Scandinavia ikke er en typisk private equity case. Der er ikke tale om et højt og stabilt cash flow, og derfor skal den traditionelle lånefinansiering serviceres gennem gradvise frasalgs af ejendomme og virksomheder. Virksomheden producerer ikke standardvarer men har derimod stærke varemærker, som det kræver store investeringer at udvikle. Virksomhedens håndværksmæssige og kunstneriske islæt indebærer, at drift og udvikling er vanskelig at effektivisere. Hertil kommer, at arbejdet med traditioner og kultur i en virksomhed med mere end 200 års historie måske kræver en anden tidshorisont og sensitivitet, end kapitalfonde kan levere. Kort sagt egner virksomheden sig måske ikke til en kapitalfond. Alternativt må

kapitalfonde i denne type virksomheder være indstillet på at tilføre flere ressourcer i form af tid og penge samt anlægge en længere tidshorisont end normalt.

H. Danske Trælast¹⁶ (DT Group)

Af historiske grunde besad forsikringsselskabet Codan en større aktiepost i Danske Trælast og ønskede af økonomiske og strategiske årsager at afhænde denne. Virksomheden blev derfor sat til salg. CVC, som fra Holland havde erfaring med køb og salg af virksomheder inden for byggematerialer, købte i 2003 Codans og de to andre storaktionærs (ATP og LD) andel, hvorefter fonden indløste de resterende aktionærer og afnoterede virksomheden fra Københavns Fondsbørs.

Den økonomiske afmatning i begyndelsen af 2000'erne afspejlede sig i børsmarkedets vurdering af konjunkturfølsomme "bygge" aktier som Danske Trælast. CVC kunne blandt andet derfor se en ide i at overtage virksomheden. Fonden så en god case i at understøtte de ideer, der var i virksomhedens ledelse, herunder specielt re-branding af de danske byggemarkedsaktiviteter, etablering af partnerskaber med vigtige leverandører for at forstærke cash flow og indtjening (disse målsætninger blev udmøntet i tre planer med navnene Plan 45, Plan 20a og Plan 20b).

Overtagelsen til en værdi af 6,3 milliarder kroner inklusiv gæld blev finansieret med 70 % gæld primært fra danske långivere.

Danske Trælast er i en branche (byggemarkeder), der sælger relativt standardiserede varer. Stor volumen giver styrke overfor leverandørerne, og en konsolidering var i gang i branchen allerede inden CVCs overtagelse. I første omgang havde ledelsen i Danske Trælast blikket rettet mod en nordisk ekspansion, og det var lykkedes at gøre virksomheden til Nordens førende. I denne proces opstod et stigende behov for styring af omkostninger og fokus på effektivitet og indtjening, og derfor blev der allerede i 2001 udarbejdet en strategiplan med dette tema (defineret af de tre planer nævnt ovenfor). Denne markedsledende position blev styrket yderligere under det nye ejerskab. Direktionen og fonden nåede hurtigt til en fælles forståelse af, at virksomhedens strategi skulle baseres på effektivitet og indtjening inden ekspansion.

¹⁶ Denne case er også beskrevet i Spliid (2007).

Steen Weirsøe fortsatte som administrerende direktør med fondens opbakning, mens bestyrelsesformand Hans Werdelin fratrådte. Den nye bestyrelse kom fortrinsvis til at bestå af ejerrepræsentanter med Peter Törnquist som formand og Søren Vestergaard-Poulsen som næstformand. Ændringerne fremgår af tabel H.1. De øvrige medlemmer omfattede blandt andet yderligere CVC repræsentation og industriel kompetence (Ole Steen Andersen fra Danfoss). Der blev nedsat et forretningsudvalg bestående af direktionen og to CVC repræsentanter.

Et optionsbaseret aflønningssystem erstattedes af et bredt aktieejerskab i ledergruppen samt lændende medarbejdere (i alt 230 personer), der tilsammen kom til at eje 8 % af virksomheden. De øvrige medarbejdere blev omfattet af et nyt bonusprogram, der trak en klar forbindelse til aktionærernes afkast på den investerede kapital.

Overtagelsen viste sig at være en økonomisk succes for fonden, ikke mindst fordi byggekonjunktoren udviklede sig bedre end forventet. Sammenholdt med perioden før overtagelsen (2001-2002) voksede omsætningen fra 2004 til 2006 med 23 %, mens indtjeningen (EBITDA) voksede med 36 %.

Tabel H.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Hans Werdelin</i>	Steen Weirsøe	<i>Peter Törnquist</i>	Steen Weirsøe
Vagn Genter	Jørgen Clausen	Søren Vestergaard-Poulsen	Jørgen Clausen
Albert Beckenkamp		L. R. Jules van Rappard	
Ib Jessen		Ole Steen Andersen	
Karoly L. Németh		Ulf Cappelen	
Hans T. Persson		Steen Weirsøe	
Per S. Pedersen			

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: CVC.

Egenkapitalen blev reduceret kraftigt og gælden forøget. CVC indskød 2 milliarder kroner, men næsten hele beløbet var ansvarlig indskudskapital. Gearingen steg markant til 5,6 gange indtjeningen i 2003. Som følge af den stigende indtjening og konsolidering af virksomheden aftog gearingen dog i de kommende år til svarende til niveauet før overtagelsen, om end egenkapitalen forblev relativt lav.

Med en meget stor fortjeneste til CVC og ledelsen i Dansk Trælast blev aktierne i DT Group i 2006 solgt til det britiske Wolseley for 15 milliarder kroner, og er nu et datterselskab i en stor international koncern, hvor virksomheden har betydeligt mindre handlekraft end tidligere.

Ud over at de økonomiske resultater blev begunstiget af byggekonjunktoren og en lav rente, synes værdiskabelsen at være knyttet til et godt samarbejde mellem CVC og den siddende ledelse omkring prioritering og implementering af strategi.

Tabel H.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3
<i>Resultatopgørelse</i>							
Omsætning	13.139	14.639	14.878	10.697	15.973	17.642	19.625
EBITDA	890	824	945	677	1.107	1.235	1.505
<i>Balance</i>							
Aktiver	7.179	7.229	7.216	8.603	8.204	8.443	8.600
Egenkapital	2.569	2.725	3.065	-71	96	613	1.500
Netto rentebærende gæld	3.059	3.002	2.244	3.763	3.855	4.233	3.106
<i>Vækst</i>							
Omsætning		0,11	0,02	-0,28	0,49	0,10	0,11
EBITDA		-0,07	0,15	-0,28	0,64	0,12	0,22
Aktiver		0,01	0,00	0,19	-0,05	0,03	0,02
<i>Gearing</i>							
Gæld/EBITDA	3,44	3,64	2,37	5,56	3,48	3,43	2,06
Gæld/Egenkapital	1,19	1,10	0,73	-53,00	40,16	6,91	2,07

Note: Millioner af kroner. Regnskabspraksis ændret i 2003 – tallene dækker kun 10 måneder. Kilde: CVC.

I. LOGSTOR (Løgstør Rør)

En investorgruppe ledet af Axcel (med Polaris og FIH) indgik i 1999 en aftale med de daværende ejere af Løgstør Rør om at tilføre ny kapital. Aftalen indebar, at Løgstør Rør overførte alle driftsaktiviteter til et nyt selskab, hvori investorgruppen indskød 120 millioner kroner i ny kapital. Kapitalen var herefter fordelt med 5/6 til investorgruppen og 1/6 til den hidtidige ejer. Investorgruppens ejerandel var fordelt med 1/2 til Axcel, 1/3 til Polaris og 1/6 til FIH. En vigtig forudsætning for aftalen var, at der var indgået forlig med mere end 95 % af de kunder, der var omfattet af kompensationsaftalen med Danske Fjernvarmeværkers Forening som følge af dommen fra 1998 om ulovlig kartelvirksomhed.

Med disse nye ejere, blev det vurderet, kunne Løgstør Rørs stærke internationale markedsposition indenfor udvikling, produktion og salg af præisolerede rørsystemer til transport af væsker og gas (fjernvarme og fjernkøling) sikres og udbygges. Omkring 1998 var markedet præget af lave priser og lav indtjening, og med tre øvrige markedsdeltagere i geografisk nærhed så fondene et stort potentiale i en konsolidering. I 1999 blev Tarco Energis fjernvarmeaktiviteter derfor købt, og med købet af ALSTOM Power FlowSystems i 2005 blev Løgstør Rør (derefter LOGSTOR) til verdens største rørproducent indenfor fjernvarme og fjernkøling.

Ole Bøgelund Nielsen tiltrådte som ny administrerende direktør i slutningen af 1998 og fortsatte i denne stilling efter overtagelsen. I forbindelse med opkøbet af ALSTOM Power FlowSystems i 2005 blev Ole Bøgelund Nielsen erstattet af Preben Tolstrup, som kom fra FLS Industries og tidligere havde ledet ABB ALSTOM Powers globale miljøaktiviteter. Ole Bøgelund Nielsen fortsatte dog i koncerndirektionen og fik blandt andet til opgave at forestå integrationen af de to virksomheder.

Efter kapitalfondenes overtagelse blev indsat en ny bestyrelse bestående af to repræsentanter fra kapitalfondene, tre eksterne samt en repræsentant for den hidtidige ejer.

Ledelsen indtrådte i ejerkredsen i forbindelse med købet af ALSTOM Power FlowSystems, hvor de indtrådte med en ejerandel på 5 % med mulighed for at opnå yderligere 13 % af den fremtidige værditilvækst. I denne forbindelse reducerede familien Andersen deres ejerandel til cirka 2 %. Den resterende aktieandel var ejet af investorgruppen i ovenstående fordeling.

Virksomhedens resultater viser ikke en entydig forbedring i de første tre år efter det nye ejerskab. Omsætningen faldt i alle årene, mens indtjening faldt i de to første år og steg betydeligt i det tredje. Den faldende omsætning kan primært forklares med faldende investeringslyst hos de europæiske fjernvarmeverker og hård konkurrence med faldende dækningsgrader efter opløsningen af "rørkartellet". Derudover kan faldet delvist forklares med strategiske valg. I perioden reduceredes selskabets kundebase (fravalg af ulønsomme kunder) og en række ikke-kerne aktiviteter blev solgt fra. I perioden efter overtagelsen var hele branchen hårdt ramt af nedgangskonjunktur. Gearing målt som forholdet mellem gæld, der steg over perioden, og EBITDA svinger derfor en del og var større end 7 tre år efter overtagelsen. Den forbedrede indtjening fra 2001 til 2002 var imidlertid begyndelse til en længere periode med gode resultater. Således steg EBITDA til 235 millioner kroner i 2006, da virksomheden blev solgt med stor fortjeneste til en anden kapitalfond, Montagu Private Equity. Aktiver og egenkapital steg også, mens gælden var nærmest uforandret, fremgår det af tabel I.2.

Samlet set forekommer Logstor at være en succes både for Axcel og for det danske samfund. Det er en "turn around case", og vi kan ikke afvise, at alternativet til kapitalfondsejerskabet havde været konkurs. Bankerne, som havde et betydeligt udestående til gode, havde reelt sat sig på virksomheden, og forsøgte at redde virksomheden – og deres engagement – ved at tilføre nye ledelsesmæssige og kapitalmæssige ressourcer. Det kom med investorgruppen og dens 120 millioner kroner. Kapitalfondsejerskabet har også bidraget til en konsolidering af de danske producenter af fjernvarmeudstyr. På længere sigt har virksomheden dog med en ny kapitalfond som hovedaktionær kurs mod udenlandsk ejerskab.

Tabel I.2. Nøgletal.

År (kalenderår)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
År (efter overtagelse)	-3	-2	-1	0	1	2	3
<i>Resultatopgørelse</i>							
Omsætning	882	961	938	1.046	982	861	785
EBITDA	78	1	15	81	28	1	50
<i>Balance</i>							
Aktiver	418	587	462	522	526	603	556
Egenkapital	112	92	-6	107	95	70	48
Netto rentebærende gæld	156	273	228	246	249	330	379
<i>Vækst</i>							
Omsætning		0,09	-0,02	0,12	-0,06	-0,12	-0,09
EBITDA		-0,99	14,00	4,40	-0,65	-0,96	49,00
Aktiver		0,40	-0,21	0,13	0,01	0,15	-0,08
<i>Gearing</i>							
Gæld/EBITDA	2,00	273	15,20	3,04	8,89	330	7,58
Gæld/Egenkapital	1,39	2,97	-38,00	2,30	2,62	4,71	7,90

Note: Millioner af kroner. Kilde: Axcel.

J. Post Danmark

Post Danmark blev i 1995 en selvstændig offentlig virksomhed ejet af staten og repræsenteret ved trafikministeren. 10 år senere blev det første skridt taget i retning af en privatisering, da CVC i 2005 efter en budproces købte 22 % af aktierne for 1,3 milliarder kroner. På grund af udskrivning af folketingsvalg blev transaktionen relativ langvarig, og i slutfasen indledte et konsortium bestående af Post Danmark og CVC forhandlinger med den belgiske regering om en overtagelse af det belgiske postvæsen DePost-LaPoste. Med CVC som partner kunne ledelsen i Post Danmark deltage aktivt i drøftelserne om den strategiske placering på det europæiske postmarked, der var præget af en påbegyndende konsolidering. Under det gamle statslige ejerskab virkede akquisitionen i Belgien som en stor og vanskelig opgave, men CVC kunne bistå med finansielle kompetencer. CVC ville for sin del ikke kunne deltage uden Post Danmarks kompetencer og legitimitet.

CVC havde erfaring med privatisering, og selvom en minoritetsandel på 22 % var mindre end fonden normalt accepterede, anerkendte den samtidig, at privatiseringer i Danmark som regel sker ad flere omgange. Der blev derfor indgået den aftale, at CVC kunne øge ejerandelen indenfor 5 år. Skulle folketinget mod forventning bestemme sig for ikke at privatisere yderligere indenfor denne periode, blev der givet mulighed for, at CVC under visse betingelser kan sælge sin andel tilbage til den danske stat til en pris fastsat af en uafhængig investeringsbank.

CVC så en fornuftig investeringscase i den eksisterende strategi – som på sigt kunne åbne muligheder i den liberaliserede europæiske postsektor (herunder mulighederne i Belgien) og for senere at tilkøbe flere aktier i Post Danmark – og bakkede derfor op om den forretningsplan, som allerede var fastlagt. Samfundshensyn er i Post Danmark nedfældet i en koncession, som er udstedt af den danske stat, og som sætter rammerne for virksomhedens aktivitet.

På en ekstraordinær generalforsamling i 2005 blev Peter Törnquist og Søren Vestergaard-Poulsen fra CVC (samme team som i Danske Trælast casen) valgt ind i

bestyrelsen som henholdsvis næstformand og menigt medlem. Ved købet af De Post-La Poste indtrådte Søren Vestergaard-Poulsen som en af to af CVC repræsentanter i dette selskab. Mogens Bundgaard-Nielsen, som havde været næstformand i Post Danmark siden 1995, fortsatte som menigt medlem. Fritz Schur fortsatte på formandsposten, som han havde besiddet siden 1995. Som det fremgår af tabel J.1 blev bestyrelsen udvidet med 4 medlemmer for at sikre den danske stat ultimativ kontrol over Post Danmark, hvoraf flere var topledere fra andre offentlige og private virksomheder.

Ligesom i andre kapitalfondsejede virksomheder er der løbende kontakt mellem Post Danmark og CVC uden om bestyrelsesmøderne, men dette sker udelukkende efter forudgående aftale med bestyrelsesformanden og primært i forbindelse med særlige opgaver (som overtagelsen af DePost-La Poste). Det aktive ejerskab foregår gennem bestyrelsen.

I forbindelse med CVCs køb af aktier i Post Danmark blev der reserveret yderligere 2,5 % til en medarbejderaktieordning for alle medarbejdere og en relativt beskeden andel på 0,5 % til et incitamentsprogram for 40 ledende medarbejdere – dette var første gang ledelsen i et statskontrolleret selskab fik mulighed for at købe aktier. Derudover blev der etableret et nyt bonusprogram for de ledende medarbejdere baseret på indtjening og andre generelle samt individuelle performancekriterier.

Tabel J.1. Bestyrelse og direktion.

t-1		t+1	
Bestyrelse	Direktion	Bestyrelse	Direktion
<i>Fritz Schur</i>	Helge Israelsen	<i>Fritz Schur</i>	Helge Israelsen
Mogens Bundgaard-Nielsen	K.B. Pedersen	Peter Törnquist	K.B. Pedersen
Hanne Lund	Palle Juliussen	Mogens Bundgaard-Nielsen	Palle Juliussen
Ole Trolle	Bjarne Wind	Bjarne Hansen	Bjarne Wind
		Hanne Lund	
		Anne Birgitte Lundholt	
		Ole Trolle	
		Søren Vestergaard-Poulsen	

Note: Bestyrelsesformand er markeret med kursiv. Kilde: Årsrapporter fra 2004 og 2006

CVCs væsentligste bidrag var rollen som medspiller i videreudviklingen af Post Danmarks internationale strategi og i særdeleshed akkvisitionen i Belgien. Nøgletallene ligger relativt stabilt, når indtægter fra Belgien undtages. Af tabel J.2 fremgår det, at omsætningen er steget beskedent, mens indtjeningen er faldet en smule mere. Året efter overtagelsen var gælden fordoblet i forhold til året før, men den var stadig lille målt i forhold til indtjening, aktiver eller egenkapital.

Tabel J.2. Nøgletal

År (kalenderår)	2003	2004	2005	2006	2007
År (efter overtagelse)	-2	-1	0	1	2
<i>Resultatopgørelse</i>					
Omsætning	10.648	11.295	11.462	11.718	12.082
EBITDA	1.385	1.803	1.684	1.653	1.446
<i>Balance</i>					
Aktiver	6.681	7.322	7.025	7.687	7.806
Egenkapital	2.080	2.519	2.471	2.731	2.772
Netto rentebærende gæld	885	631	895	1.290	1.356
<i>Vækst</i>					
Omsætning		0,06	0,01	0,02	0,03
EBITDA		0,30	-0,07	-0,02	-0,13
Aktiver		0,10	-0,04	0,09	0,02
<i>Gearing</i>					
Gæld/EBITDA	0,64	0,35	0,53	0,78	0,94
Gæld/Egenkapital	0,43	0,25	0,36	0,47	0,49

Note: Millioner kroner. Regnskabspraksis er ændret i 2003. Kilde: CVC.

3.6 Diskussion

Vi kan ikke drage endegyldige konklusioner på baggrund af den foregående. Vi har ikke dækket alle kapitalfondsejede virksomheder, og casene er ikke en repræsentativ stikprøve men udvalgt blandt de bedst kendte og mest vellykkede overtagelser. Alligevel løfter vores undersøgelser noget af sløret for, hvordan kapitalfondene arbejder. Vi vil her forsøge at nedfælde nogle af de væsentligste indtryk i hovedpunkter.

Forskellighed. Kapitalfondene og deres virksomheder er forskellige. Som casene viser, er der store forskelle på kapitalfonde og på de virksomheder, de overtager. Der er langt fra en investering som TDC på næsten 100 milliarder kroner til ISS på 30 milliarder kroner og endnu længere til Kompan på under 1 milliard kroner. Der er også store forskelle i investeringshypoteserne. I nogle tilfælde er den værdiskabelse gennem fokusering og rationalisering, i andre tilfælde er den vækst og branchekonsolidering eller markedsudvikling. Også hvad angår selskabsledelse er der store forskelle; eksempelvis i grænsedragningen mellem fondens og virksomhedens ledelse, eller i den vægt der tillægges bestyrelsesarbejdet. Blandt kapitalfondene er der store internationale fonde som Blackstone og KKR, mellemstore fonde som EQT og CVC og mindre danske fonde som Axcel eller Polaris. Det er tydeligt, at kapitalfondene ikke skal skæres over en kam.

Bevidst ejerskab. Alle de foregående cases understreger, at fondene har en klar ide med deres ejerskab, en investeringscase for hvad de mener at kunne tilføre virksomheden. Dette adskiller dem fra mange andre aktionærer. I langt de fleste tilfælde overtager kapitalfondene i øvrigt virksomheder, der er sat til salg af de tidligere ejere. Koncentreret ejerskab er et kendetegn ved danske virksomheder, og ejernes ønske om at sælge er således mindst lige så betydningsfuldt, som kapitalfondenes ønske om at købe. Det forekommer ikke usandsynligt, at en aftagende interesse for børs ejerskab af mindre og mellemstore virksomheder har skabt en niche for kapitalfondene.

Tidsbegrænsning. I alle casene er ejerskabet midlertidigt. I nogle tilfælde er der allerede gennemført en exit, i andre overvejes det nøje hvordan salget skal foregå. Fondene kan i den forstand karakteriseres som mellemhandlere. Den mellemlange 3-7-årige tidshorisont indebærer, at fondene er mere langsigtede end en række andre typer af aktieinvestorer, mens de er mindre langsigtede end familier og erhvervsdrivende fonde, der sætter en ære i at videreføre ejerskabet. Det er i øvrigt tvivlsomt, om kapitalfondene altid kan fastholde en mellemlang tidshorisont, idet de enkelte partnere i fondene jo også holdes op på deres kortsigtede resultater.

Ejerskabsfilosofi. I alle cases har fondene en betydelig direkte kontakt med virksomheden. Ofte er kontakten meget tæt i de første "100 dage", men også senere er der regelmæssig (eksempelvis ugentlig) kontakt mellem fond og virksomhed.

Klare målsætninger. Vi ser flere eksempler på, at klare målsætninger med virksomheden – godt hjulpet af medejerskab i ledergruppen – kan medvirke til at dæmpe urentable vækstambitioner og standse politiske spil i ledelsen.

Ejerskabskoncentration. Fondene køber ofte fuld kontrol med den overtagne virksomhed, men vi ser også mange eksempler på "club deals", hvor fondene deler ejerskab mellem sig og andre investorer. Det koncentrerede ejerskab står uden tvivl stærkere over for virksomhedens ledelse, der i nogle tilfælde skiftes ud.

Bestyrelsessammensætning. Det er karakteristisk, at der sker store ændringer i bestyrelserne efter kapitalfondsovertagelse. Det er almindeligt, at fondene selv sidder i bestyrelsen, som herefter bliver et forum for aktivt ejerskab. De øvrige medlemmer vælges typisk efter, hvad de kan tilføre virksomheden i form af specifikke kompetencer, mens bestyrelsens kontrolfunktion nedprioriteres. Eksempelvis har direktøren ofte indflydelse på valget af eksterne bestyrelsesmedlemmer. Det kan ikke overraske, at internationale fonde i højere grad end danske ejere betjener sig af udenlandske bestyrelsesmedlemmer.

Bestyrelsesarbejde. Aktivt ejerskab ledsages formentlig af hyppigere bestyrelsesmøder, der bruger mindre tid på at diskutere økonomi og mere tid på at diskutere forretningsudvikling end mange andre bestyrelser. Men da der vides meget

lidt om, hvordan bestyrelser almindeligvis arbejder, er dette vanskeligt at sige med sikkerhed. Hertil kommer i alle fondene en betydelig kontakt med formanden og eventuelt andre bestyrelsesmedlemmer uden for møderne.

Ledelsesudskiftning. Vi ser mindre ledelsesudskiftning end forventet i vores cases, hvilket blandt andet hænger sammen med, at de fleste af dem kan betragtes som succeser. Hertil kommer dog, at en fælles forståelse mellem fond og virksomhedsledelse i sig selv synes at bidrage til virksomhedens succes. Der udvikles et gensidigt tillidsforhold, hvor virksomhedslederne åbent kan drøfte virksomhedens forhold med fondene, og hvor fondene giver ledelsen handlefrihed i kraft af de hidtidige, gode resultater. Mange fonde foretrækker derfor at investere i virksomheder med en efter deres mening god ledelse.

Optimeret kapitalstruktur. Gearing er formentlig den vigtigste kilde til værdiskabelse i kapitalfondene og en fast bestanddel af kapitalfondsejerskabet i de omtalte cases. Der er dog forskel på, hvor meget fondene gearer.

Incitamenter i virksomheden. I de gennemgåede cases får ledergruppen typisk mulighed for at købe et par procent af virksomheden på samme vilkår som fondene. Derudover benyttes længere nede i virksomheden bonussystemer, der søges relateret til kapitalafkastet.

Incitamenter i fondene. Honoreringen af fondenes medarbejdere (specielt deres "carry") betragtes som et sensitivt spørgsmål, som de ikke ønskede at diskutere. Vores forestilling om fondene hviler således alene på et indtryk af generelle standarder, der kan være mere eller mindre forkert.

Kompetencer. Kapitalfondenes kompetencer adskiller sig ikke markant fra hvad man ellers finder i blandt større danske virksomheder. Medarbejderne har ofte en baggrund i den finansielle sektor eller som strategikonsulenter, måske suppleret med en udenlandsk eksamen. Skelnes der mellem fondenes kompetencer som finansielle investorer og som industrialister, angav flere fondsledere, at de anvender omkring en tredjedel af deres tid på nye investeringer, hvortil også må lægges den væsentlige

indsats i forbindelse med salg af virksomhed. Kapitalfondenes væsentligste kompetence består altså måske i at købe og sælge virksomheder.

Værdiskabelse. Selv om størstedelen af de diskuterede cases kan betegnes som succeshistorier, har vi også indikationer af, at kapitalfondsejerskab langt fra altid lykkes. Investeringscasen kan vise sig mindre dækkende end først antaget (TDC, Royal Scandinavia), eller tilliden til ledelsen kan svigte (ISS). Der er eksempler på, at aktive fonde kortslutter de normale kommandoveje og dermed skaber forvirring i de opkøbte virksomheder, og i nogle tilfælde præsenteres bestyrelsen for et *fait accompli* i forbindelse med vigtige beslutninger, den formelt er ansvarlig for. Et vigtigt spørgsmål er finansieringen, som fondene ofte varetager, men som selskabernes bestyrelse jo bærer det juridiske ansvar for. Som nævnt er det også tænkeligt, at overmodige eller utålmodige partnere af og til kan tage fejl.

Exit. Fondenes investeringer afsluttes i de gennemgåede cases ofte med et salg til en udenlandsk virksomhed. Hvor udviklingen under kapitalfondenes ejerskab i mange tilfælde har været præget af vækst og dynamik, synes initiativet at gå tabt i den nye rolle som datterselskab (DT Group, Vest-Wood, Novasol-Dansommer).

3.7 Konklusion

Kapitalfondene har i flere tilfælde bidraget til vækst og indtjening i danske virksomheder, og aktivt ejerskab (corporate governance) synes at være en del af forklaringen. Kapitalfondene spiller ikke mindst en vigtig rolle som aftager af virksomheder, hvis eksisterende ejere ønsker at sælge. Et mere koncentreret, stærkere ejerskab giver et godt modspil til direktionen, hvor der fra begyndelsen etableres en fælles forståelse af virksomhedens udviklingsretning. En tættere kontakt mellem bestyrelse og direktion end i børsnoterede virksomheder giver efter alt at dømme et bedre kendskab til virksomhedens forhold, hvilket i mange tilfælde øger kvaliteten af bestyrelsesarbejdet. Aktieejerskab synes at være et enkelt og virkningsfuldt incitament, der fokuserer ledelsens indsats og lægger en dæmper på politiske spil i ledergruppen.

Kapitalfondsejerskab er dog ikke nogen fribillet til værdiskabelse. Kapitalfondene kan tage fejl i deres valg af investeringer, og de kan udøve deres ejerskab uhensigtsmæssigt. Den begrænsede tidshorisont, den finansielle gearing og fondenes specialisering i finansielle kompetencer indebærer, at kapitalfondsejerskabet ikke egner sig for alle virksomheder. Hertil kommer, at fondene er ganske forskellige. Værdiskabelsen i kapitalfondene hviler altså på et godt match mellem ejerskab og virksomhed samt en kvalificeret udøvelse af ejerskabet.

4 Kapitalstruktur i kapitalfondsejede virksomheder¹⁷

4.1 Introduktion

Ved kapitalstruktur forstås her forholdet mellem gæld og egenkapital, subsidiært forholdet mellem lang og kortfristet gæld. Graden af gældsfinansiering – gearing – kan måles som gæld i forhold til egenkapital eller som gæld i forhold til virksomhedens indtjening.

Det er karakteristisk for kapitalfondene, at de i vidt omfang gældsfinansierer virksomhedsovertagelser og følgeinvesteringer i de opkøbte virksomheder, hvilket har givet anledning til kritik og bekymring for, hvordan den høje gældsbyrde påvirker virksomhedernes konkurrenceevne.

Det er dog værd at bemærke, at gældsfinansiering af opkøb også i vidt omfang anvendes af børsnoterede aktieselskaber. Hertil kommer, at mange børsnoterede virksomheder har omlagt deres kapitalstruktur i retning af mere gæld og mindre egenkapital blandt andet gennem tilbagekøb af egne aktier eller høje dividender. Gældsfinansiering anvendes også af private eksempelvis i forbindelse med boligkøb, som jo overvejende lånefinansieres med realkreditlån (i mange tilfælde finansieres udbetalingen også med banklån). Næste alle, der har købt bolig gennem de sidste mange år, har derfor foretaget en højt gearet investering og høstet fordelene af det i et opadgående marked, idet en procentvis lille udbetaling er blevet til en stor friværdi. De fleste vil også være bekendt med risikoen, hvis huspriserne falder. Der er altså ikke noget usædvanligt eller umiddelbart suspekt ved at gældsfinansiere en investering.

Gæld og gearing er altså ikke nødvendigvis noget problem, men der kan sagtens tænkes situationer, hvor gældsætning kunne være problematisk. Blandt andet spiller gearing en betydelig rolle i aktiemarkedskrakket i 1929 og den langvarige

¹⁷ Tak til Professor Michael Møller for kommentarer til dette kapitel.

efterfølgende krise, ligesom gearing afgjort har forværret den nuværende subprime-krise. Hvis soliditeten i danske virksomheder som følge af kapitalfondsejerskab faldt til et kritisk niveau, ville deres sårbarhed over for økonomisk tilbagegang og deres strategiske handlefrihed være dramatisk reduceret. Da konkurs eller finansielle problemer i en virksomhed har effekter på andre virksomheder (en såkaldt eksternalitet) kan dette også være et politisk problem, og det er derfor rimeligt at overveje, om der knytter sig særlige problemer til kapitalstrukturen i kapitalfondene og deres porteføljevirkomheder.

I dette kapitel giver vi en oversigt over kapitalstrukturen i kapitalfondene og deres porteføljevirkomheder. Dernæst diskuteres i afsnit 4.3 og 4.4 fordele og omkostninger ved gældsfinansiering generelt. Til sidst i kapitlet præsenteres resultaterne af en empirisk undersøgelse af kapitalstrukturen i danske virksomheder overtaget af kapitalfonde. Vi runder af med en kort konklusion i afsnit 4.6.

4.2 Kapitalfondenes kapitalstruktur

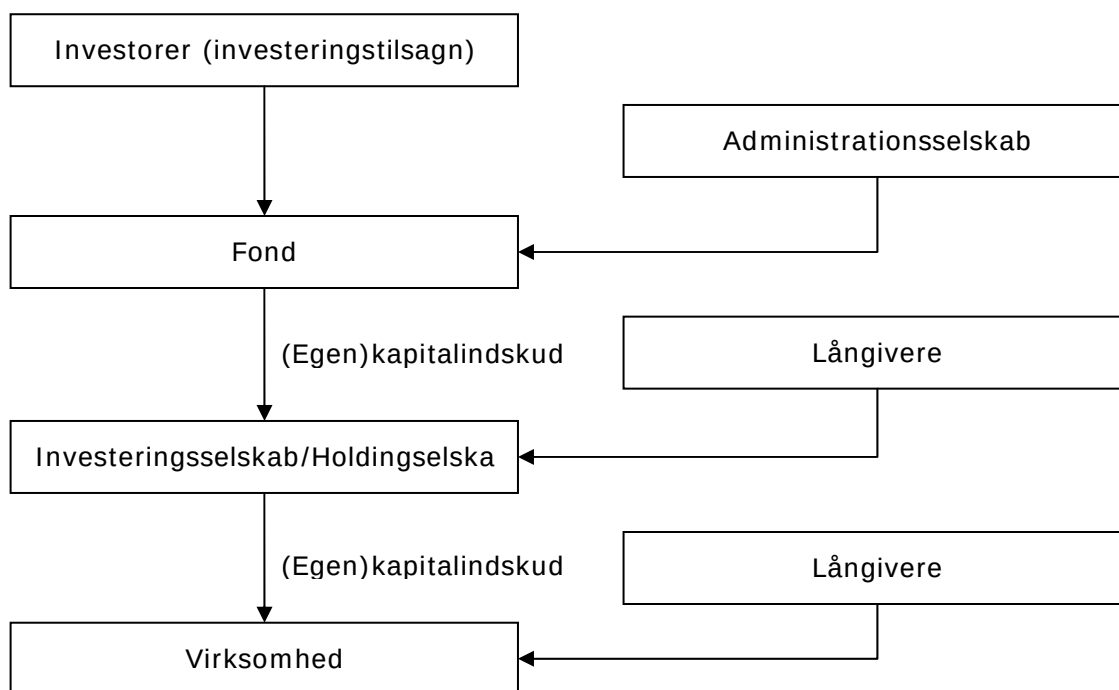
En vurdering af kapitalstrukturen i kapitalfondsejede virksomheder kræver en helhedsforståelse af fondenes arbejdsform (jævnfør nedenstående figur 4.1).

Egenkapitalgrundlaget i en kapitalfond tilvejebringes gennem investeringstilsagn fra pensionskasser og andre investorer, der alternativt ville have investeret direkte i aktier og obligationer. Fondenes ledelse, det er administrationsselskabet, har i en periode ret til at kalde investeringer i et nærmere aftalt omfang fra investorerne. Disse penge kan fondene supplere med lån eksempelvis i størrelsen 2 gange deres eget indskud, som sætter dem i stand til at købe en virksomhed af de tidligere aktionærer (og om nødvendigt indfri lån eller andre forpligtelser). Fondenes kapitalindskud overføres til et investeringsselskab, der optager de nødvendige lån fra banker og andre kreditorer og køber virksomheden. Tidligere var det ikke ualmindeligt, at fondene lånte penge til deres egne investeringsselskaber (såkaldte aktionærlån), men denne praksis er nu ikke længere skattemæssig attraktiv. Det er ikke ualmindeligt, at fondene efter overtagelsen lader selskabet betale en høj dividende til holdingselskabet, og at lånene i forbindelse med overtagelsen herefter kan nedbringes. Herved nedbringes

egenkapitalen i den overtagede virksomhed, eller virksomheden optager gæld (så der tales om "debt push down").

Investeringsselskabet/Holdingselskabet kan have flere funktioner, og i store transaktioner er der af og til flere holdingselskaber over hinanden. Det kan være hensigtsmæssigt at skelne mellem kreditorer, idet gæld længere nede (eksempelvis optaget i virksomheden) foranstilles og dermed indebærer mindre risiko (og lavere renteomkostninger), mens tilbagebetaling af gæld højere oppe (i holdingselskabet) er mere risikabel (og derfor dyrere), fordi den forudsætter, at gælden i virksomheden er betalt. Der kan også være skattemæssige og andre motiver med holdingselskaber (se kapitel 5).

Figur 4.1. Typisk selskabsstruktur ved en kapitalfondsovertagelse.



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af kapitel 1.

En fyldestgørende vurdering af kapitalstrukturen i en kapitalfondsejet virksomhed kræver en samlet forståelse af hele denne struktur. Eksempelvis er det muligt for

administrationsselskabet at kalde yderligere investeringer fra investorerne, hvis det skønnes nødvendigt. Det er også muligt, at holdingselskabet kan optage yderligere lån og investere i virksomheden. Omvendt kan der være et stærkt pres mod virksomheden for at generere et tilstrækkeligt overskud til, at holdningsselskabet via dividende kan betale sine låneomkostninger.

Juridisk set er der vandtætte skodder mellem fonden, holdingselskaber og virksomhed. Fonden er således ikke juridisk forpligtet til at hjælpe en virksomhed i nød. I praksis er grænserne dog mere flydende. Konkurs i en porteføljevirkomhed vil ramme administrationsselskabets omdrømme hårdt og gøre det vanskeligt at låne penge eller tiltrække nye investeringer i fremtiden. Hertil kommer, at der kan være aftaler med banker og andre kreditorer, der forpligter fonden udover virksomhedens egen kapital.

Fondene fremhæver ofte, at de har ret til at kalde investeringstilsagn fra deres investorer uden at spørge om tilladelse, og at denne option af långivere betragtes som en sikkerhed, der gør det muligt for de overtagne virksomheder og deres holdingselskaber at øge låneoptagelsen og opnå bedre kreditvilkår end enkeltstående virksomheder. Værdien af denne option modsvarer i givet fald en forpligtelse blandt investorerne, der burde værdiansættes som sådan.

Den finansielle risiko ved gæld i kapitalfondsejede virksomheder er dog ikke blot teoretisk. Der er eksempler på, at fonden nægter at sende gode penge efter dårlige og lader selskabet gå konkurs – ikke mindst i udlandet. En dårlig økonomisk konjunktur, stigende låneomkostninger og et mere stramt kreditmarked kan sætte virksomheder med lav soliditet under pres. Ud over risikoen for konkurs er der omkostninger forbundet med at virksomhederne mister handlefrihed, eksempelvis at det bliver dyrere eller ligefrem urentabelt at foretage opkøb i et presset marked.

Långiverne er overvejende banker, som ofte vælger at dele risikoen med andre banker gennem syndikerede lån eller andre mekanismer. Ved overtagelse af danske virksomheder er det typisk danske eller nordiske banker, der finansierer transaktionen, idet de antages at kende virksomheden bedre, og dermed bedre kan vurdere risikoen. Det indebærer, at virksomhedens renteudgifter typisk modsvarer af renteindtægter i en dansk eller nordisk bank (for en uddybning af de skattemæssige implikationer

henvises til kapitel 5). I forbindelse med større transaktioner er det dog mere almindeligt, at kapitalfondene låner i store udenlandske banker, der er mere villige til at tage risiko. I meget store virksomheder kan der yderligere udstedes obligationer, der købes af institutionelle investorer og andre, der finder det attraktivt at påtage sig den risiko.

Det er i denne sammenhæng afgørende, at bankerne er professionelle investorer, der må antages at kunne vurdere den risiko, de påtager sig ved at låne ud til kapitalfondsejede selskaber. De kan undlade at låne ud til dem. De kan kræve en højere rentemarginal, hvis de anser risikoen for at være større end i andre engagementer. Eller de kan pålægge låntager særlige lånebetingelser (covenants) – eksempelvis om månedlig, revideret rapportering af gældsmultipler, øvre grænser for gæld/EBITDA, lånenes bonitet, lånerente som funktion af gældens størrelse, pant i virksomhedens aktiver, vetoet ved særlige beslutninger, indfrielse ved virksomhedsoverdragelser m.v.

En gældsætning af kapitalfondsejede virksomheder er – om overhovedet – først og fremmest et problem for de banker, der låner pengene ud. Man kan altså diskutere om et eventuelt gældsproblem – jævnfør den aktuelle "kreditkrise" – skal henføres til kapitalfondene eller til bankerne. Alt tyder på, at kreditkrisen hænger sammen med en boble på boligmarkedet og tilhørende (eksempelvis subprime) boliglån af lav bonitet, hvorimod kapitalfondene kun udgør en meget lille del af problemet.

4.3 Fordele og omkostninger ved gæld

Teoretisk set er der både fordele og omkostninger ved gæld. Det er ikke lykkedes forskningen at udlede nogen optimal kapitalstruktur, og der viser sig at være forskelle i kapitalstrukturen selv blandt virksomheder, der ligner hinanden på andre områder.

Af de tre fordele ved gæld, vi her vil nævne, er den første af disciplinerende karakter, mens de to sidste er af finansiel karakter. 1. Lån og renteomkostninger er for direktionen en konstant påmindelse om, at kapital ikke er gratis, og kan af den grund medvirke til at forhindre ulønsomme investeringer. 2. Fordi aktionærer aflønnes efter

kreditorer og påtager sig større risiko, kræver de et risikotillæg over lånerenten, som i udgangspunktet gør egenkapital dyrere. 3. Hertil kommer, at renteudgifter i reglen giver anledning til et fradrag i den skattepligtige indkomst.

Omkostningen ved den relativt billige gæld består i, at en højere gældsandel øger risikoen for, at virksomheden ikke kan svare sine finansielle forpligtelser og dermed lider tab ved konkurs eller økonomiske problemer. Teoretisk set afspejler denne øgede risiko sig i en højere rente på virksomhedens gæld, idet banker og andre kreditorer må tage et risikotillæg (eventuelt også stramme lånebetingelserne, hvilket kan føre til tab af handlefrihed), og et højere afkastkrav fra aktionærerne. I et perfekt kapitalmarked neutraliserer disse omkostninger nøjagtig de finansielle fordele ved gæld, og den eneste effekt er en anderledes allokering af risiko mellem kapitalindskyderne. Det er imidlertid usikkert i hvilket omfang denne model kan bringes i anvendelse, den holder nemlig ikke, hvis det er muligt at øge gælden uden at øge renten.

Hvor grænsen går, hvilket miks af gæld og egenkapital virksomhederne er bedst tjent med, vil variere fra virksomhed til virksomhed. I tider med lav lånerente og vækst vil det formentlig være fordelagtigt at lånefinansiere mere, mens fordelene ved et godt egenkapitalgrundlag først for alvor viser sig i vanskelige tider.

Nedenfor angives et tænkt eksempel på en gearet investering. En kapitalfond finansierer en virksomhedsovertagelse på 3 milliarder ved at indskyde 1 milliard i et investeringsselskab og låne 2 milliarder i banken (et forhold mellem gæld og egenkapital på 2, hvilket ikke er unormalt). Investeringen viser sig at være heldig, idet virksomhedens værdi over en periode stiger med 100 % til 6 milliarder (svarende løseligt til stigningen i aktieindekset i perioden fra 2003 til 2006). Med uændret gæld indebærer dette, at egenkapitalen er vokset med 4 milliarder eller et afkast på 400 % over samme periode.

Eksempel på gearing

Milliarder kroner	Start	Slut	Afkast
Egenkapital	1	4	300 %
Gæld	2	2	
Virksomhedsværdi	3	6	100 %

En gearet investering er altså fordelagtig, når aktivpriserne stiger, og i de forløbne år har mange kapitalfonde med gearede investeringer uden tvivl draget nytte af stigende aktiekurser (aktivpriser). Det kræver dog ikke meget hovedregning at se, at et fald i virksomhedens værdi på eksempelvis 33 % fra 3 til 2 fuldstændig ville fjerne egenkapitalen (og altså give et afkast på -100 %).

4.4 Gæld og kapitalomkostninger i virksomheden

Tilsyneladende er det uproblematisk at reducere virksomhedernes kapitalomkostninger ved gældsoptagelse. Som et fiktivt eksempel kan man forestille sig en virksomhed, der er finansieret 30 % med gæld og 70 % med egenkapital, og hvis gældsomkostningerne ansættes til 6 % (svarende til obligationsrenten), mens egenkapitalomkostninger ansættes til 9 % (6 % + 3 % risikopræmie for den efterstillede og mere risikable investeringer), er de vægtede kapitalomkostninger $30 \% \cdot 6 \% + 70 \% \cdot 9 \% = 8,1 \%$. Forandres kapitalstrukturen til 70 % gæld og 30 % egenkapital, reduceres de vægtede kapitalomkostninger umiddelbart til 6,9 %.

Denne enkle kalkule er dog i et vist omfang fiktiv. Den underliggende risiko, der følger af virksomhedens indtjeningsvilkår, har ikke ændret sig, og derfor er der teoretisk set alene tale om en omfordeling af risiko mellem aktionærer og låntagere. Aktionærernes risiko for ikke at modtage dividende af deres investering er naturligvis vokset (hvilket burde give anledning til et højere afkastkrav), og det samme er bankens lånerisiko (hvilket også burde give anledning til en højere lånerente). Man kan dog ikke afvise, at det i mange praktiske situationer har været muligt at overskue risikoen, og at hverken aktieinvestorer eller långivere derfor fuldt ud har indkalkuleret den finansielle risiko i deres afkastkrav.

4.4.1 Skattefordel ved gæld

Gæld kan som nævnt trækkes fra i virksomhedernes skattepligtige indkomst. Tager vi denne rentefradragsret med i betragtning reduceres de vægtede kapitalomkostninger yderligere – igen under den forsimpelte forudsætning at gælds- og

egenkapitalomkostningerne er uforandrede. Nedenfor forandre vi eksemplet fra ovenfor en smule og udvider det til også at omfatte selskabsskat, og så udregner vi desuden ændringen i selskabets værdi som følge af skattefordelen ved mere gæld. Eksemplet tager heller ikke hensyn til rentefradragsbegrænsning eller andre institutionelle barrierer.

Vi forestiller os, at en virksomhed har aktiver til en værdi af 5 milliarder, og at dens gæld i forbindelse med en overtagelse øges med 2 milliarder, som bruges til at købe aktier tilbage. Før overtagelsen havde virksomheden en gæld på 2 milliarder, og egenkapitalen var 3,5 milliarder værd. Som eksemplet viser, indebærer en øget gældsandel en betydelig nedbringelse af de vægtede kapitalomkostninger – fra 7,4 % til 6,0 % uden hensyn til øvrige skatter og højere afkastkrav på både egenkapital og gæld som følge af den højere gearing. Effekten af den højere gearing på virksomhedens værdi svarer til den højere værdi af skattefradraget, hvilket i dette eksempel er 500 millioner.

Eksempel på nedbringelse af kapitalomkostninger

Mia DKK	Start	Slut	Afkastkrav (r)
Egenkapital (E)	3,5	2	9 %
Gæld (G)	2	4	6 %
Virksomhedsværdi (V)	5,5	6	
Vægtet kapitalomkostning	7,4 %	6,0 %	
$\frac{E}{V} \cdot r_E + \frac{G}{V} r_G (1 - t_s)$			

Note: t_s er selskabsskattesatsen, og den er sat til 25 % i eksemplet.

4.5 Empirisk undersøgelse

I dette afsnit analyseres gearingen i en række kapitalfondsejede danske virksomheder før og efter, de er blevet overtaget af en kapitalfond. Data til denne analyse er

kombineret af data fra Vinten (2008), A4 (2007) og Spliid (2007) om danske virksomheder, der er blevet overtaget af en (eller flere) kapitalfond(e), og data fra Experian (tidligere Købmandsstandens Oplysningsbureau) om virksomhedernes finansielle oplysninger, som disse rapporteres til Økonomi- og Erhvervsministeriet. Ligesom Vinten (2008) bruger vi data for modervirksomheder, fordi disse virksomheder sædvanligvis er de gennemgående virksomheder.

Tallene er naturligvis følsomme over for strukturelle forskelle i kapitalstruktur over tid (eksempelvis afvikling af aktionærlån som følge af lovændring) og for forskelle mellem virksomhederne med hensyn til holdingselskaber og placeringen af gælden. De skal således tages som en indikation af gearingen i selskaberne.

Særlig i de sidste par år har været mange overtagelser, hvoraf nogle (eksempelvis TDC) er store nok til at påvirke gennemsnitstallene. Vi skelner derfor mellem 3 datasæt:

1. 27 kapitalfondsovertagede virksomheder, hvor vi har data fra 3 år før til 3 år efter overtagelsen. Her kan vi se et længere forløb, men man kan med ret spørge, om forløbet er langt nok til at fange den nedbringelse af gælden, der kan ske, hvis fondenes strategier bærer frugt. Denne gruppe omfatter ikke TDC og ISS.
2. 34 kapitalfondsovertagede virksomheder, hvor vi har data fra 2 år før til 2 år efter overtagelsen. Denne gruppe omfatter også alle virksomheder fra gruppe 1. Denne gruppe omfatter ISS men ikke TDC.
3. 48 kapitalfondsovertagede virksomheder, hvor vi kun har data fra 1 år før til 1 år efter overtagelsen. Denne gruppe omfatter også alle virksomheder fra gruppe 2 (som igen omfatter alle virksomheder fra gruppe 1). Denne gruppe omfatter både TDC og ISS.

I tabel 4.1 præsenteres udviklingen i balanceposter og gearing for de virksomheder, hvor vi har data for hele perioden fra 3 år før kapitalfondsovertagelsen til 3 år efter. I tabel 4.2 og tabel 4.3 præsenteres den tilsvarende udvikling for henholdsvis 2 år og 1 år omkring overtagelsen. Alle rapporterede resultater er gennemsnit. På grund af

forskelle mellem virksomhederne er der stor variation i data, og det kan påvirke, hvor godt et gennemsnit repræsenterer en typisk kapitalfondsovertaget virksomhed. Bruger vi median i stedet for gennemsnit, får vi dog kvalitativt de samme relative mål for gearingen.

Tabel 4.1 følger altså 27 virksomheder 3 år før og 3 år efter kapitalfondsejerskab. Den gennemsnitlige opkøbte virksomhed i denne gruppe har aktiver på lidt over en halv milliard kroner, og aktiverne har typisk været i kraftig vækst op til overtagelsen, hvorefter de flader ud. Kapitalstrukturen påvirkes tydeligvis af overtagelsen. Egenkapitalen falder lidt men ikke dramatisk og vokser et par år efter til over niveauet før overtagelsen. Gælden vokser med godt 50 %. Gearingen (Gæld/Aktiver) næsten fordobles derfor i årene efter overtagelsen, men et gennemsnitniveau på 2,5 gange egenkapitalen i år t+1 forekommer ikke alarmerende, og gearingen aftager igen i år 2 og 3.

Tabel 4.1. Kapitalstruktur i 27 virksomheder før og efter kapitalfondsovertagelse (3 år). Tabellen viser nøgletal fra balancen og gearing for den gennemsnitlige virksomhed i vores stikprøve. Gæld er beregnet som summen af kort og lang rentebærende gæld. Udviklingen følges fra 3 år før overtagelse og ind til 3 år efter overtagelse. t er overtagelsesåret, t-1 er år før overtagelse, t+1 er året efter overtagelse osv.

	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
<i>Balance</i>							
Aktiver	503	541	537	693	679	668	719
Egenkapital	223	242	206	193	184	219	250
Gæld	244	256	286	455	452	411	438
<i>Gearing</i>							
Gæld/Aktiver	0,49	0,47	0,53	0,66	0,67	0,61	0,61
Gæld/Egenkapital	1,10	1,06	1,39	2,36	2,45	1,88	1,76

Note: Millioner kroner.

Kilde: Experian og egne beregninger.

I tabel 4.2 følger vi en lidt større gruppe virksomheder (N=34) men over en kortere periode. Vi ser igen stigende gæld og aftagende egenkapital i perioden efter

overtagelsen, men inden for denne korte tidshorisont er der ikke tegn på, at gearingen aftager igen.

Tabel 4.2. Kapitalstruktur i 34 virksomheder før og efter kapitalfondsovertagelse. Tabellen viser nøgletal fra balancen og gearing for den gennemsnitlige virksomhed i vores stikprøve. Gæld er beregnet som summen af kort og lang rentebærende gæld. Udviklingen følges fra 2 år før overtagelse og ind til 2 år efter overtagelse. t er overtagelsesåret, t-1 er år før overtagelse, t+1 er året efter overtagelse osv.

	t-2	t-1	T	t+1	t+2
<i>Balance</i>					
Aktiver	760	789	988	876	911
Egenkapital	357	334	318	288	283
Gæld	364	413	626	550	597
<i>Gearing</i>					
Gæld/Aktiver	0,48	0,52	0,63	0,63	0,66
Gæld/Egenkapital	1,02	1,24	1,97	1,91	2,11

Note: Millioner kroner.

Kilde: Experian og egne beregninger.

I tabel 4.3 (48 virksomheder) ser vi det samme mønster som i tabel 4.1 og 4.2. Egenkapitalen nedbringes, mens gælden vokser, således at gearingen omtrent fordobles. Niveauet for gearingen – en gæld på 1,4 gange egenkapitalen – forekommer dog ikke alarmerende.

Tabel 4.3. Kapitalstruktur i 48 virksomheder før og efter kapitalfondsovertagelse. Tabellen viser nøgletal fra balancen og gearing for den gennemsnitlige virksomhed i vores stikprøve. Gæld er beregnet som summen af kort og lang rentebærende gæld. Udviklingen følges fra 1 år før overtagelse og ind til 1 år efter overtagelse. t er overtagelsesåret, t-1 er år før overtagelse, t+1 er året efter overtagelse.

	t-1	T	t+1
<i>Balance</i>			
Aktiver	1.092	1.063	990
Egenkapital	589	433	394
Gæld	453	586	554
<i>Gearing</i>			
Gæld/Aktiver	0,41	0,55	0,56
Gæld/Egenkapital	0,77	1,35	1,41

Note: Millioner kroner.

Kilde: Experian og egne beregninger.

Samlet set giver disse tal ikke grund til bekymring. Gælden stiger efter kapitalfondsovertagelsen, men ikke til mere end hvad de overtagede virksomheder kunne bære et par år før overtagelsen. Den nedbringes i absolutte tal efter overtagelsen og målt i forhold til omsætning og indtjening – som både af långivere og kapitalfonde betragtes som de mest relevante nøgletal – er der givetvis tale om et betydeligt fald efter den første initiale gældsoptagelse.

Vi må dog tage forbehold for usikkerhed i tallene. Den gæld, der optages til holdingselskaber, fremgår ikke af tallene, og vi ved, at en betydelig del af kapitalfondenes gæld optages i sådanne selskaber. En nærmere afklaring af kapitalfondenes indflydelse på kapitalstrukturen vil altså kræve et mere tilbundsående studie, der også tager højde for disse forhold.

Hertil kommer, at tallene stammer fra en periode karakteriseret af gunstige økonomiske vilkår, hvor gearingen ikke er blevet udfordret af lav økonomisk vækst, kreditbegrænsninger, stigende renter, faldende aktivpriser og andre vanskeligheder.

4.5.1 Kapitalstruktur i casevirksomhederne

I dette afsnit studerer vi kapitalstrukturen, som fondene selv har rapporteret den i 7 af de 10 casestudier nævnt i kapitel 3, idet der skal tages forbehold for, at det er en meget lille stikprøve, og at tallenes påvirkes af store virksomheder som TDC og ISS. Da der er så få virksomheder i stikprøven, ser vi kun på perioden fra 1 år før overtagelsen til 1 år efter overtagelsen, hvor de alle er repræsenteret. Tabel 4.4 præsenterer udviklingen i balanceposter og gearing.

Tabel 4.4. Gearing i casevirksomheder. Tabellen viser nøgletal fra balancen og gearing for den gennemsnitlige virksomhed i vores stikprøve. Gæld er beregnet som summen af kort og lang rentebærende gæld. Udviklingen følges fra 1 år før overtagelse og ind til 1 år efter overtagelse. t er overtagelsesåret, $t-1$ er år før overtagelse, $t+1$ er året efter overtagelse osv.

	$t-1$	t	$t+1$
<i>Balance</i>			
Aktiver	17.831	17.086	19.272
Egenkapital	7.379	1.751	2.549
Gæld	3.788	11.046	9.834
<i>Gearing</i>			
Gæld/Aktiver	0,21	0,65	0,51
Gæld/Egenkapital	0,51	6,31	3,86

Note 1: Millioner af kroner.

Kilde: Respektive kapitalfonde.

Det fremgår, at reduktionen i egenkapital og stigningen i gæld er meget mere markant i casevirksomhederne end i de officielle tal. Ses der på målene for gearing, er både gældsandel og finansiell gearing før overtagelsen betydeligt mindre end i den større stikprøve. Det kan betyde, at der i disse casevirksomheder har været en ekstraordinær høj soliditet og gældskapacitet, som kapitalfondene har ønsket af udnytte.

Gældens størrelse i forhold virksomhedens aktiver bliver i gennemsnit næsten tredoblet i overtagelsesåret, ligesom gearingen stiger med mere end en faktor 10 til 6 gange virksomhedens egenkapital, hvilket dog i et vist omfang skyldes indskud af ansvarlig fremmekapital. For disse virksomheder ser vi dog, at gælden reduceres allerede første år efter overtagelsen, mens egenkapitalen vokser, således at gearingen aftager.

4.6 Konklusion

Lånefinansiering (gearing) er formentlig kapitalfondenes væsentligste kendetegn og deres væsentligste kilde til værdiskabelse. Lånefinansiering af en virksomheds eller kapitalfonds aktiviteter er ikke nødvendigvis noget problem men tværtimod en naturlig del af det økonomiske liv i et moderne samfund. Kapitalfondenes gældsoptagelse i de overtagne virksomheder har imidlertid vakt offentlig debat, og debatten er berettiget, fordi en aggressiv gældsoptagelse kan gøre virksomhederne og samfundsøkonomien mere sårbare i en lavkonjunktur. Kapitalfondenes lånoptagelse udgør imidlertid efter alt at dømme en forsvindende lille del af den samlede lånoptagelse og har derfor kun perifer tilknytning til den nuværende kreditkrise, der i overvejende grad kan henføres til boligfinansiering og i anden række til bankernes almindelige långivning. Det forekommer sandsynligt, at kapitalfondene som andre låntagere op til 2007 har været begunstiget af rigelig kredit og favorable lånevilkår, hvilket har medvirket til at skabe, hvad der nu bliver anset for at være en boble i priserne på boliger, ejendomme, aktier og andre aktiver. Der er imidlertid grund til at antage, at bankerne i fremtiden vil være mere forsigtige i deres långivning – også med hensyn til udlån til kapitalfonde.

Hvorvidt deres gearing er holdbar vil i praksis vise sig, når denne højkonjunktur afløses af modgangstider, hvor faldende aktivpriser, kreditproblemer eller lav økonomisk vækst udfordrer modellen.

Gældsoptagelsen i en kapitalfondsejet virksomhed stiger typisk efter overtagelsen – i nogle tilfælde dramatisk – men gælden modsvarer af en risiko hos professionelle långivere, der må antages at kunne varetage deres egne interesser (blandt andet er de ikke tvunget til at låne penge ud). I danske virksomheder er langt hovedparten af

disse i øvrigt velkendte danske (nordiske) banker som Danske Bank, Nordea m.v. Gældsoptagelsen øger også indtjeningspresset i de overtagne virksomheder, hvilket betragtes som en bevidst del af kapitalfondenes investeringsfilosofi, der dog ikke egner sig for alle virksomheder men eksempelvis forekommer særligt velegnet i modne virksomheder med stabilt cash flow.

Vi har altså ikke fundet grund til at påtale kapitalstrukturen i kapitalfondsejede selskaber. Komplexiteten i kapitalfondenes selskabsdannelse – herunder låntagning i holdingselskaber og komplekse lånekontrakter – indebærer imidlertid, at vi ikke kan hævde at have et dækkende billede. Også på dette område kan man derfor sige, at øget åbenhed er en betingelse for at afklare kapitalfondenes betydning for samfundsøkonomien.

5 Skattemæssige implikationer af kapitalfondes overtagelse af virksomheder

5.1 Kapitalfondene i skattedebatten

I de senere år har kapitalfondene og de danske virksomheder, som de har overtaget, fået en fremtrædende plads i den danske skattedebat. Det er der sådan set gode grunde til.

For det første adskiller kapitalfondenes virke sig på flere punkter afgørende fra andre finansielle institutioners adfærd. Kapitalfondene minder måske mest om en investeringsforening, men til forskel fra almindelige investeringsforeninger samler fondene alene midler fra en lille skare investorer, der så til gengæld forpligter sig til at skyde store beløb ind. Parallellen til investeringsforeningens medarbejdere er i kapitalfonde komplementarens medarbejdere, partnerne i managementselskabet. Disse partnere er samtidig aktive investorer, og en stor del af deres aflønning bestemmes direkte af, hvor godt kapitalfonden klarer sig. Og modsat investeringsforeningerne påtager kapitalfondene, repræsenteret ved managementselskabet, sig en meget aktiv rolle i bestyrelserne for de porteføljeselskaber, de overtager.

For det andet byder selve virksomhedsovertagelserne på elementer, der skærper opmærksomhed på problemstillinger i skattesystemet. Til lejligheden danner kapitalfondene normalt flere selskaber, typisk holdingselskaber og investeringsselskaber. Intentionen med holdingselskaberne er at bremse de indkomster, der skabes i porteføljeselskaberne, og hermed undgå, at de bliver udbetalt til investorerne med umiddelbar beskatning til følge. Endvidere er kapitalfondene kendt for at forøge fremmedkapitalandelen i porteføljevirkomhederne. Denne gearing har til formål at styrke indtjeningen og udnytte relativt billig tilgang til lån. Den muliggøres af, at fonden til enhver tid kan rekvirere flere midler fra fondens investorer, dersom der skulle være behov herfor. Så i realiteten er det effektive egenkapitalgrundlag større, end man umiddelbart kan se på mål- og holdingselskabers balancer.

Endvidere er kapitalfondene kendetegnet ved, at deres metier er at købe og sælge virksomheder. Intentionen er naturligvis at spotte virksomheder med uudnyttet udviklingspotentiale og føre dem frem til større værdi, hvorefter de kan afvikles til aktiemarkedet, til industrielle købere eller til andre kapitalfonde.

Endelig for det tredje er visse overtagne selskabers skattebetalinger blevet ændret så afgørende, at dette i sig selv har ført til debat samt politiske indgreb. Det mest kendte eksempel er fem udenlandske kapitalfondes overtagelse af TDC med heraf følgende meget kraftigt fald i koncernens skattepligtige indkomst, men der er også andre eksempler på markante ændringer i selskabsskattebetalinger efter kapitalfondsejerskab.

I dette kapitel vil vi først berøre relevante regler i den danske skattelovgivning, der bliver aktiveret i forbindelse med kapitalfondes virksomhedsovertagelser. Dette gøres i afsnit 5.2. En simpel, men dog nogenlunde standard, model for kapitalfondsovertagelse opstilles derefter i afsnit 5.3; den indeholder nogle af de elementer, der aktiverer skattespørgsmål, om end ikke alle. Efter en udtømmende diskussion af standardmodellen sammenlignes kapitalfondsejerskab med situationen, hvor de oprindelige ejere driver virksomheden videre. Dette muliggør koncentration om lige præcis de forhold, der kendetegner en periode med kapitalfondsejerskab. I afsnit 5.4 ses der, inden for standardmodellen, på to forhold, som kan have væsentlige skattemæssige implikationer. Det drejer sig om særligt aktivt ejerskab samt om virkningerne af beskæring af rentefradrag

En del af ideen og mulighederne i kapitalfondes virke ligger i ændringer i virksomhedernes kapitalstruktur. Specielt har der været fokus på blandingsforholdet egenkapital : fremmedkapital. Et gennemgående træk i de cases, vi har set på, men også i en lang række andre overtagelser, er, at den overtagne virksomhed (koncern inkl. holdingselskaber) har betydeligt højere fremmedkapitalandel, end tilfældet var før overtagelsen. Pga. bestemmelserne om rentefradrag for renter af gæld fører dette umiddelbart til mindre (selskabs)skattebetalinger. Men det er selvfølgelig blot den halve sandhed. Afsnit 5.5 forsøger at anlægge et 'helhedsperspektiv' og således identificere samtlige de betalingsstrømme og strømændringer, som foranlediges af en kapitalfondsovertagelse, for at kortlægge de fulde skattemæssige implikationer. Dette

er langt fra en simpel øvelse; dog viser den, at skatteeffekten af, at en virksomhed købes af en kapitalfond, er noget mere nuanceret, end det har været fremme i debatten.

De cases for kapitalfondsovertagelser, som vi har set på i forbindelse med nærværende rapport, rummer i varierende udstrækning skattemæssige im- og komplikationer. Nogle af cases adskiller sig ikke væsentligt fra standardmodellen, andre rummer en række yderligere aspekter. Vi diskuterer i afsnit 5.6 de faktiske cases i forhold til standardmodellen i afsnit 5.3.

På basis af analysen i afsnit 5.2-5.6 opstilles sluttelig i afsnit 5.7 nogle foreløbige konklusioner vedr. de skattemæssige aspekter af kapitalfondes virksomhedsovertagelser. Et gennemgående tema er her, om kapitalfonde er noget særligt, eller om der alene er tale om finansielle institutioner, hvis afmålte virke nærmest automatisk skærper opmærksomheden omkring svære detaljer i skattesystemet. Vi hælder til det sidste.

5.2 Den relevante danske skattelovgivning i hovedtræk

Kapitalfondene har i særdeleshed vakt debat i skattepolitisk henseende. Indholdet af denne debat varierer alt efter, om der er tale om kapitalfondenes hjemstater eller om stater, der primært huser targetselskaber. I kapitalfondenes og disses partners hjemstater (navnlig UK og USA) drejer den skattepolitiske diskussion sig om beskatningsniveauet af kapitalgevinster, anvendelsen af personselskaber og beskatningen af carried interest.¹⁸ I targetselskabernes hjemstedsstater (herunder Danmark, men også UK og USA) har den skattepolitiske diskussion primært drejet sig om den måde, kapitalfondene gennemfører og finansierer deres opkøb på. Særligt er fokus rettet mod kapitalfondenes massive fremmedkapitalfinansiering af SPV-holdingselskaber og/eller targetselskaberne.

¹⁸ Se eksempelvis International Tax Review, 2007, July/August med en redegørelse for den seneste tids politiske diskussion i UK og USA.

I specifik dansk sammenhæng har meget af debatten drejet sig om store rentefradrag som følge af en ændret finansieringsstruktur i targetskaberne. Kapitalstrukturen i targetskaberne ændres således ofte umiddelbart efter overtagelsen, derved at der foretages en massiv forøgelse i gældsoptagelsen.

I dette afsnit redegøres for de dele af dansk skattelovgivning, der er relevant med henblik på at undersøge, hvorledes kapitalfondsejerskab påvirker udviklingen i de samlede skattebetalinger til Danmark.

I. Skatteretlige rammebetingelser

I dansk ret er udgangspunktet, at der ikke findes særlige skatteregler for kapitalfonde. Dette udgangspunkt indebærer, at kapitalfondenes aktiviteter er underlagt de samme skatteretlige rammer som andre erhvervsvirksomheder.

Generelt om skattemæssig behandling af kapitalfonde

Udstrækningen af dansk beskatning i forhold til selve kapitalfondene afhænger af, hvorvidt der konkret er tale om danske eller udenlandske kapitalfonde. Danske kapitalfonde kan være undergivet fuld skattepligt her til landet, hvis disse er organiseret i kapitalselskabsform (gælder eksempelvis managementselskaber). Hvis der imod en dansk kapitalfond er organiseret i personselskabform (K/S, I/S, P/S) sker beskatningen på investorniveau. Udenlandske kapitalfonde vil derimod som udgangspunkt alene kunne være undergivet begrænset skattepligt til Danmark af deres indtjening fra Danmark. Det kan således komme på tale, at udenlandske kapitalfonde og disses investorer kan blive undergivet dansk begrænset skattepligt af udbyttebetalinger eller rentebetalinger fra Danmark til udlandet.

Kapitalgevinstbeskatning af sælger af targetskaberne

Typisk vil sælgeren af targetskaberne realisere en kapitalgevinst ved salg af aktierne i selskabet. Den skattemæssige behandling af denne gevinst påvirker den samlede bedømmelse af påvirkningen i skattebetalinger ved kapitalfondsovertagelser og ejerskab.

I denne henseende kan resultatet påvirkes af sælgers identitet og nationalitet. Der vil således ikke kunne blive udløst danske skattemæssige konsekvenser, hvis sælger er en udenlandsk fysisk eller juridisk person. I en sådan situation afhænger beskattningen af reglerne i sælgers hjemland. Hvis der derimod er tale om en dansk sælger afhænger den skattemæssige behandling af, om sælger er en fysisk eller en juridisk person. Fysiske personer beskattes af gevinsten som aktieindkomst med en sats på 28/43/45 %, dog med mulighed for skattefrihed for visse småaktionærer i medfør af overgangsregler fra tidligere tiders gældende regelsæt for børsnoterede aktier. Juridiske personer vil derimod ved salg af aktier ejet i mere end tre år være skattefri heraf.

Hvis sælger som fysisk person har planlagt salget af targetskabet vil ejerskabet hertil typisk være placeret hos et holdingselskab, som har ejet targetskabet i mere end tre år. Udbetaling af salgsprovenuet til fysiske personer som udbytte, vil være skattepligtig hos modtageren som aktieindkomst (28/43/45%).

Opkøbsstrukturen

For så vidt angår selve opkøbsstrukturen gælder det, at disse tillige skal beskattes i medfør af de generelt gældende skatteregler. En ofte set struktur indebærer, at der etableres et dansk holdingselskab, der optager betydelig fremmedkapital til finansiering af opkøb, med betydelige finansieringsudgifter og dermed underskud hos holdingselskabet til følge. Som følge af de gældende regler om obligatorisk sambeskatning mellem danske koncernforbundne selskaber udlignes dette underskud i driftsoverskud i targetskaberne.

Det nævnte forhold er således ikke en konsekvens af særlige regler for kapitalfonde, men derimod blot en konsekvens af eksisterende generelle skatteregler, der finder generelt anvendelse for danske selskaber.

Gældsfinansiering

Det hidtil centrale kritikpunkt vedrører den ofte massive fremmedfinansiering og de betydelige renteudgifter og kurstab, der opstår som følge heraf. I medfør af Statsskattelovens § 6, stk. 1, litra e) er sådanne renteudgifter fradragsberettigede ved

danske selskabers indkomstopgørelse. Tilsvarende følger for så vidt angår kurstab på gæld af kursgevinstlovens § 6.

Det særlige ved kapitalfonde i skattemæssig henseende synes således primært at være den betydelige anvendelse af fremmedfinansiering. Det er da også på denne baggrund de hidtil gennemførte lovændringer skal ses. Der er således ad flere omgange gennemført lovændringer som direkte er en konsekvens af kapitalfondenes opkøbsaktiviteter og herunder navnlig finansieringen heraf.

Det er skønnet, at den danske stat som følge af disse aktiviteter går glip af milliarder i tab skatteprovenu. Konkret blev det i bemærkningerne til L 213, at der skete et fald på 2 mia. kr. i selskabsskatter ved 7 større koncerner der blev overtaget, i forhold til året før overtagelsen.

Det første tiltag indebar, at det ikke længere skulle være favourabelt for investorerne i kapitalfonde at indskyde fremmedkapital i stedet for egenkapital, på grund af, at kapitalfonde qua den anvendte juridiske organiseringsform ikke var omfattet af den dagældende værnslovgivning mod såkaldt tynd kapitalisering (samt rentekildeskat og transfer pricing).

Den første registrerede hjemlige diskussion drejede sig navnlig om rækkevidden af de hidtidige regler om tynd kapitalisering og rentekildeskat. Det der i denne sammenhæng blev kritiseret, var den omstændighed, at flere udenlandske kapitalfonde ikke er organiseret som kapitalselskaber, men derimod som personselskaber af kommanditselskabstypen (LP). Hvis kapitalfonden i stedet havde været et selvstændigt skattesubjekt, ville der skulle indeholdes kildeskat på alle rentebetalinger til kapitalfonde beliggende i lande, som ikke har en dobbeltbeskatningsoverenskomst med Danmark. Denne kildeskat skal forhindre, at det rentemodtagende udenlandske selskab slipper for beskatning eller beskattes meget lempeligt, samtidigt med at Danmark giver det rentebetalende selskab fradrag for renteudgifterne. Dette forhold er blev kaldt en helt urimelig fordel for kapitalfonde organiseret i personselskabsform i forhold til selskaber af aktieselskabstypen. Det er blandt andet på denne baggrund, at Folketinget vedtog lov nr. 308 af 19. april 2006 (L 116) om justering af erhvervsbeskatningen, som blandt andet tilsigtede at lukke den

afdækkede "uhensigtsmæssighed"¹⁹. Dette lovindgreb medførte, at de fleste kapitalfonde organiseret i personselskabsform som er hjemmehørende i et lavskattelands udgangspunkt vil være omfattet af de ovenfor nævnte danske værnsregler om tynd kapitalisering og rentekildeskat.

Lovændringerne medførte, at kontrolbegrebet i en række værnsregler blev udvidet. Den mest centrale ændring var ændringen af ligningslovens § 2 og skattekontrollovens § 3 B. I ligningslovens § 2, stk. 1 blev tilføjet: *"Med juridiske personer i nr. 1 sidestilles selskaber og foreninger mv., der efter danske skatteregler ikke udgør et selvstændigt skattesubjekt, men hvis forhold er reguleret af selskabsretlige regler, en selskabsaftale eller en foreningsvedtægt..."*. En tilsvarende tilføjelse er sket i skattekontrollovens § 3 B, stk. 1.

Ved ændringsforslaget, jf. bilag 12, blev følgende formulering af ligningslovens § 2, stk. 2, 3. pkt. og skattekontrollovens § 3 B, stk. 2, 3 pkt. indsat: *"Tilsvarende medregnes ejerandele og stemmerettigheder, som indehaves af andre selskabsdeltagere med hvem, selskabsdeltageren har en aftale om udøvelse af fælles bestemmende indflydelse"*. I ligningslovens § 2, stk. 2, 2. pkt., og skattekontrollovens § 3 B, stk. 2 blev det hidtidige koncernbegreb erstattet af en henvisning til bestemmelse i stk. 3. Heraf fremgår nu: *"Ved koncernforbundne juridiske personer forstås juridiske personer, hvor samme kreds af selskabsdeltagere har bestemmende indflydelse eller hvor der er fælles ledelse"*.

Lovændringernes målsætning kommer til udtryk i lovforslagets almindelige bemærkninger:

"...Det foreslås, at de skattetransparente enheder i forhold til værnsreglerne om transfer pricing og tynd kapitalisering m.fl. sidestilles med selvstændige

¹⁹ Medvirkende til ministerens bevidsthed om problemet kan også have været en bindende forhåndsbesked af 11.10.2005, hvor Ligningsrådet fandt, at et dansk selskabs gæld til sine aktionærer hverken var omfattet af reglerne om tynd kapitalisering eller regler om begrænset skattepligt for renter og kursgevinster, jf. omtalen hos *Christen Amby* i SU 2006, 4. Dog er der kokret kendskat til tilsvarende bindende forhåndsbeskeder allerede fra 2000 og fremefter vedrørende reglerne om tynd kapitalisering.

skattesubjekter. Dette medfører, at transaktioner mellem en kapitalfond og dets datterselskab er omfattet af transfer pricing reglerne, samt at gæld fra kapitalfonden anses for at være koncernintern gæld i reglerne om tynd kapitalisering og kildeskat på renter, selvom kapitalfonden ikke er et selvstændigt skattesubjekt. Kapitalfondene sidestilles dermed med blandt andre aktieselskaber...".

Og videre:

"...Der foreslås en ændring af koncerndefinitionen i værnsreglerne om transfer pricing, tynd kapitalisering, kildeskat på koncerninterne renter og kildeskat på koncerninterne kursgevinster, således at gæld til transparente enheder, som f.eks. kommanditselskaber, anses for kontrolleret gæld på samme måde, som hvis den udenlandske långiver var et selskab. Konkret indføres et kriterium, hvorefter selskaber og foreninger, der ikke anses for at være selvstændige skattesubjekter, omfattes af værnsbestemmelserne, når de udøver bestemmende indflydelse over en skattepligtig og når deres forhold er reguleret af selskabsretlige regler, en selskabsaftale eller en foreningsvedtægt...".

Lovændringerne indebærer udvidelser i følgende tre situationer: (1) bestemmende indflydelse hos transparente enheder, (2) bestemmende indflydelse ved aftale om udøvelse af fælles bestemmende indflydelse over targetselskabet og (3) bestemmende indflydelse ved medregning af ejerandele og stemmerettigheder hos koncernforbundne juridiske personer.

Reglerne om tynd kapitalisering indebærer, at fradrag for renteudgifter og kurstab begrænses vedrørende såkaldt kontrolleret gæld, hvis forholdet mellem gæld og egenkapital er større end eller lig med 4:1. Hvis egenkapitalen herefter udgør mindst 20 % påvirkes rentefradraget ikke. Opgørelsen er baseret på markedsværdier og inddrager også goodwill. Fradragsbeskæring finder endvidere alene sted, hvis den kontrollerede gæld overstiger 10 mio. kr., og alene for den del af gælden, som skulle omkvalificeres til egenkapital, for at forholdet mellem fremmedkapital og gæld ved

indkomstårets udløb udgør 4:1. Rentebeskæring kan undgås, hvis det godtgøres, at en tilsvarende finansiering kunne opnås fra en uafhængig part på tilsvarende vilkår.

Det er vores vurdering, at dette indgreb har virket efter hensigten, idet investorerne nu i vid udstrækning i stedet indskyder egenkapital. Disse lovændringer har endvidere kompliceret retsområdet betydeligt og giver fortsat anledning til betydelig usikkerhed ikke kun for kapitalfonde med tillige for mange andre selskaber, herunder danske, som tillige er omfattet af regelændringerne. Der er fortsat ikke fremkommet relevant praksis eller retningslinier fra skatteadministrationen med henblik på at opnå klarhed over området.

Den fortsatte aktivitet indenfor "leveraged buyouts" medførte yderligere politisk pres på rentefradragsretten i selskabsregi. Det seneste tiltag i dansk sammenhæng indebærer således en markant begrænsning i den hidtidige adgang til at fradrage renteudgifter. Folketinget har således med lov nr. 540 af 6. juni 2007 (L 213) gennemført en særlig aktiv-test og en EBIT-test som supplement til de eksisterende regler om tynd kapitalisering med henblik på at reducere fordelagtigheden af fremmedfinansiering.

I hovedtræk indebærer lovændringerne, at danske selskaber alene kan fradrage årets nettofinansieringsudgifter i det omfang, disse ikke overstiger den skattemæssige værdi af selskabets aktiver gange med standardrenten, jf. selskabsskattelovens § 11 B. Standardrenten er pt. 7 %. Fradragsbeskæringen kan dog maksimalt nedsætte indkomstårets fradragsberettigede nettofinansieringsudgifter til et grundbeløb på 20 mio. kr. Der findes særlige regler for, hvorledes begrebet "nettofinansieringsudgifter" skal afgrænses, jf. selskabsskattelovens § 11 B, stk. 4. Ligeledes findes der detaljerede anvisninger på, hvorledes den skattemæssige værdi af selskabernes aktiver skal opgøres, jf. selskabsskattelovens § 11 B, stk. 5. Aktier medregnes generelt ikke som et aktiv. Dette udgangspunkt fraviges dog generelt for sambeskattede selskaber, idet sådanne skal opgøre koncernens nettofinansieringsudgifter og aktiver samlet. Dette udsagn gælder primært danske koncerner. Endvidere gælder det, at aktier i udenlandske datterselskaber tillades medregnet med 20 % af anskaffelsessummen som et aktiv.

Der er blevet tale om et særdeles komplekst regelsæt, som omfatter alle danske selskaber. Det er endnu for tidligt at udtale sig om den fulde effekt af indgrebet. Der eksisterer tillige fortsat en lang række uklarheder i forbindelse med lovændringerne.

Den såkaldte EBIT-regel er noget mere simpel og medfører, at den skattepligtige indkomst før nettofinansieringsudgifter for danske selskaber og faste driftssteder maksimalt kan nedsættes med 80 %, som følge af nettofinansieringsudgifterne efter en eventuel fradragsbeskæring efter aktivtesten. Også her skal der for sambeskattede selskaber opgøres en samlet opgørelse af den skattepligtige indkomst og nettofinansieringsudgifter.

På baggrund heraf mindskes gældsfinansierings negative påvirkning af skattebetalingen i targetelskaberne. Det er dog endnu for tidligt generelt at vurdere virkningen af indgrebet.

Det fremføres ofte i debatten, at de banker, der fremskaffer finansieringen til opkøbet bliver beskattet af deres renteindtjening på lånene. Danske banker beskattet af modtagne renteindtægter, mens udenlandske banker ikke beskattes i Danmark af sådanne renter.

I visse tilfælde anvendes lån fra investorerne. Sådanne lån vil resultere i rentefradrag hos targetelskabet og en skattepligtig renteindtægt hos modtageren. Hvs modtageren er hjemmehørende i et lavskattelands, vil denne blive opkrævet en kildeskat på 30 % i Danmark. Det er i denne forbindelse centralt, at sådanne lån forrentes med markedsrenten i medfør af det såkaldte armslængdeprincip. De danske skattemyndigheder har meget fokus på dette forhold ved deres kontrolindsat af kapitalfonde.

Beskatning af indtjening i targetelskabet

Det ses i visse tilfælde, at indtjeningsevnen i targetelskaberne forbedres ved kapitalfondsejerskab. Den herved forøgede indtjening giver selvsagt anledning til forøget skattepligtig indkomst hos targetelskabet og dermed også forøgede skattebetalinger.

Beskatning af løbende afkast og afkast ved exit

Ved efterfølgende exit ved eventuel børsnotering, salg til en industriel køber eller en anden kapitalfond realiseres en kapitalgevinst som direkte kanaliseres til investorerne og parterne.

Beskatningen heraf afhænger af investors nationalitet og organiseringsform.

Danske investorer er skattepligte af investeringsafkast fra kapitalfonde. PAL-pligtigtige beskattes i medfør af et lagerprincip, hvor det afgørende er værdiansættelsen af investeringerne. Danske investorer i selskabsform er skattepligtige af aktieavancer opnået gennem salg af targetselskaber. Dette gælder dog ikke, hvis aktierne har været ejet i mere end 3 år, hvor der i stedet vil være tale om skattefrihed. Dette sidste gælder dog ikke for selskaber i finanssektoren. Investorer som fysiske personer vil altid være skattepligte af de realiserede aktieavancer.

Hvis der er tale om udenlandske investorer kan disse være begrænset skattepligtige til Danmark gennem udbyttebetalinger, uanset om investor er hjemmehørende i EU eller et land med hvilket Danmark har indgået en dobbeltbeskatingsoverenskomst, idet den enkelte investor typisk vil eje en ejerandel der er mindre end de 15 % der skal til for at opnå skattefrihed i Danmark. I visse sjældne tilfælde kan der blive tale om begrænset skattepligt for investorer der yder lån til targetselskabet. Derimod vil investor ikke være begrænset skattepligtig som følge af fast driftssted i Danmark.

Placering i lavskattelande

Flere af de større internationale kapitalfonde opererer via lavskattelande. I branchen angives årsagen hertil at være, at fondene ønsker at undgå dobbeltbeskatning af investorernes gevinster.

II. Konkrete skatteretlige problemstillinger

I det følgende skal ridses en række problemstillinger vedrørende kapitalfondenes strukturering og opkøb samt øvrige forhold, som enten har haft betydelig bevågenhed eller som må forventes at få en sådan bevågenhed i fremtiden. SKAT har således iværksat en særlig kontrolindsats vedrørende kapitalfondes overtagelse af danske koncerner. Den væsentligste målsætning ved denne kontrolindsats er at afdække

samtliges pengestrømme og at undergive disse en skatteretlig bedømmelse. Selvom kontrolindsatsen endnu ikke er afsluttet, gives der i Skats statusrapport af 20 marts 2007 en indikation af, hvilke forhold der optager kontrolindsatsen hos de danske skattemyndigheder. Som udgangspunkt angives det i Statusrapporten, *at samtlige pengestrømme skal undersøges, med henblik på en skattemæssig bedømmelse af samtlige indtægter og udgifter.*

Indtil videre må det forventes, at følgende problemstillinger på et tidspunkt bliver rejst som følge af den igangværende kontrolindsats:

- Fastlæggelsen af "rette indkomstmodtager" ved udbetaling af renter og udbytter fra Danmark. Denne problemstilling er helt central, idet den vedrører spørgsmålet om, hvorvidt Danmark er berettiget til at opkræve dansk kildeskat af renter og udbytter. Dette er som udgangspunkt ikke tilfældet ved betalinger til selskaber beliggende indenfor EU eller i lande med hvilke Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst. I flere tilfælde er det observeret, at der indskydes mellemholdingselskaber beliggende i EU/DBO-lande mellem kapitalfonde uden for EU/DBO-lande og de danske targetselskaber. Spørgsmålet er i denne forbindelse, om de danske skattemyndigheder er berettiget til ikke at anerkende sådanne mellemholdingselskaber som rette indkomstmodtager af renter og udbytter. Skatteministeren har ved flere lejligheder hævdet, at der kan opkræves kildeskat i tilfælde, hvor der er tale om et "gennemstrømningsselskab". Der har endnu ikke været retssager herom i Danmark, men emnet er særdeles aktuelt også i internationalt regi, hvor flere principielle domstolsafgørelser fremkommer i disse år. SKAT leder efter oplysninger, som kan dokumentere, hvem der er det sidste og endelige led i kæden, og om dette led ligger i et ikke-DBO-land. Samtidig søges også dokumentation for, at de modtagere, der ligger mellem Danmark og de endelige modtagere af udbytter eller renter/kursgevinster, kan betragtes som gennemstrømningsselskaber. Den skatteretlige litteratur indeholder en grundig analyse af dette spørgsmål, hvori det konkluderes, at der – under iagttagelse af visse forhold - må være ganske snævre grænser for skattemyndighedernes muligheder for at underkende

gennemstrømningsselskaber som rette indkomstmodtagere, jf. *Bundgaard/Winther-Sørensen* i SR-Skat 2007/6+7.

- Der fokuseres tilsyneladende også på vilkårene ved lånoptagelse hos koncernforbundne selskaber (aktionærlån). Særligt fokuseres på, om rentebetalingerne overholder armslængdeprincippet.
- I visse tilfælde er der tillige konstateret meget høje rentesatser som ikke udbetales, men i stedet tilskrives hovedstolen, hvorefter lånet på et senere tidspunkt evt. konverteres til aktiekapital. SKAT undersøger i denne henseende om der vil indtræde begrænset skattepligt af sådanne rentebetalinger.
- Selvom det ikke direkte nævnes, må det tillige forventes, at SKAT undersøger om de eksisterende finansieringsinstrumenter opfylder betingelserne for at udgøre gæld efter danske regler, og hvorvidt afkastet herpå kan anses for at være gæld i skattemæssig henseende. I forlængelse heraf må det også forventes, at den nyligt introducerede § 2 B i selskabsskatteloven bringes i anvendelse i visse sager, hvor et hybridt finansielt instrument i kapitalfondenes hjemstat eller hjemstaten for et indskudt mellemholdingselskab anses for at være egenkapital. Herved mistes rentefradragsretten for de danske selskaber som har udstedt sådanne instrumenter.
- Yderligere forventes SKAT at fokusere på betalingsstrømmene i forbindelse med overtagelserne. Således udbetales udbytter straks efter overtagelse til aktionærerne, som straks efter udlåner den samme pengemængde tilbage til den danske koncern med en betydelig renteudgift til følge. Dette forhold, har SKAT benævnt som yderst aggressiv skatteplanlægning, og har hertil bemærket, at det ud fra en "normal" driftsøkonomisk tankegang" ville være naturligt at lade pengene arbejde i den danske koncern uden et fordyrende mellemlid med yderligere renteudgift og relativ høj rentesats. SKAT har i denne forbindelse antydnet at ville undersøge, om der i alle sådanne tilfælde er faktiske betalingsstrømme bag udbytte og lån, der volumenmæssigt og tidsmæssigt er nært forbundne. Denne kontrolindsats forventes at aktualisere spørgsmålet om, hvorvidt civilretligt retskraftige udbytteudlodninger og efterfølgende udlån kan tilsidesættes som om de aldrig havde fundet sted.

- Et andet område der forventes at være fokus på, er omkostningerne forbundet med overtagelserne og de efterfølgende dispositioner. Dette gælder blandt andet den skattemæssige behandling af stiftelsesprovisioner og andre etableringsomkostninger ved låneoptagelse. Også såkaldt "stay on" bonus til ledende medarbejdere udgør et relevant spørgsmål. I flere sager er sådan bonus behandlet om en fradragsberettiget driftsomkostning. I en sag vedrørende LM Glasfiber har domstolene dog underkendt, at der herved er tale om en fradragsberettiget driftsomkostning, idet de omhandlede ledende medarbejdere reelt udførte arbejde for aktionærerne ved salgsfremmende foranstaltninger for arbejdsgiverselskabet.
- Endelig kan det nævnes, at der også forventes at komme fokus på investorsiden. Således må det forventes, at den skattemæssige behandling af carried interest udfordres. I en række situationer indebærer investeringsstrukturen, at partnerne i kapitalfondene modtager (evt. til managementselskab) eksempelvis 20 % af et eventuelt fremtidigt afkast ved salg af targetelskabet mod et markant lavere kapitalindskud på måske 1 % af den investerede kapital. Det forventes, at SKAT vil forsøge at anse denne merfortjeneste som betaling for en arbejdsindsats, som dermed er skattepligtig.

De fremhævede problemstillinger svarer i store træk til de problemstillinger der ses i en række andre lande, hvor kapitalfonde tillige har givet anledning til skattepolitisk debat. Indtil videre er den skatteretlige retsstilling dog alt andet end endeligt klarlagt. Det må således forventes, at en række af ovenstående problemstillinger kommer til at sætte dagsordenen de kommende år.

Skatteøkonomiske analyser af kapitalfondenes aktiviteter og udviklingen i targetelskabernes skattebetalinger forudsætter hermed i en række situationer reelt et kendskab til udfaldet af ovenstående problemstillinger. Kun efter endt behandling ved skattekontrol og efterfølgende eventuelle klagesager kan det endelige præcise resultat siges at foreligge. På dette grundlag er det fundet relevant at inddrage ovenstående forhold og tage stilling til det juridiske udfald, hvor dette forekommer relevant.

Samlet kan det indtil videre konstateres, at det ikke er helt simpelt at udtale sig om de skattemæssige konsekvenser af kapitalfondsejerskab, idet der skal foretages en bred vurdering af de samlede effekter.

5.3 Et standardeksempel på kapitalfondsejerskab af en virksomhed

I dette afsnit gennemgås et meget simpelt eksempel på en kapitalfondsejerskab, og de umiddelbare skattemæssige implikationer af overtagelsen udledes.

Hændelsesforløb

1. Forud ligger stiftelsen af selve kapitalfonden, kaldet KF i det følgende. Investorgruppen bag KF antages at bestå af tre grupper: den ene er institutionelle investorer (beskattede i henhold til pensionsafkastbeskatningsloven, PAL), den anden individuelle investorer. Disse to grupper er 'passive' investorer. Endelig er den tredje gruppe 'aktive' investorer; der er tale om partnere i det tilknyttede managementselskab, benævnt MAN fremover. Ud over at arbejde i MAN investerer de også personligt i KF. Kapitalfonden sættes op som kommanditselskab, K/S.
2. KF's investeringer reguleres af en Limited Partnership Agreement, en omfattende aftale mellem på den ene side de passive investorer og på den anden de aktive. Bl.a. specificeres i aftalen den 'management fee', som MAN skal have for at administrere de tilsagte (senere de faktisk investerede) midler fra de passive (samt aktive) investorer.
3. Et af de selskaber, KF får øje på som muligt investeringsprojekt, er virksomheden TARGET. (Denne kan her være børsnoteret eller privatejet, måske overvejende familieejet.) KF fremsætter et købstilbud til den eksisterende ejerkreds bag TARGET. Efter overvejelse accepteres tilbuddet af TARGET's ejerkreds.

4. Overtagelsen finder nu sted i følgende trin:

- a) KF opretter et holdingselskab HOLD, et aktieselskab, og indskyder en del af kapitalfondens kapital heri.
- b) HOLD arrangerer lån fra en eller flere banker med henblik på gennemførelse af overtagelsen af TARGET.
- c) Ledelsen i TARGET inviteres til at være en del af den nye ejergruppe og investerer egne midler i holdingselskabet HOLD.
- d) De hidtidige ejere af TARGET købes ud gennem midler fra HOLD. De tidligere lån i TARGET tilbagebetales.

5. Den første skattemæssige implikation af virksomhedsovertagelsen består i, at tidligere ejere af TARGET gennem salget af virksomheden opnår en kapitalgevinst på deres aktier i virksomheden. Om denne er skattepligtig eller ej, afhænger af de tidligere ejeres identitet. Der vil således ikke blive beregnet skat, hvis de tidligere ejere er udenlandske fysiske eller juridiske personer (selskaber). Er der derimod tale om, at de tidligere ejere er danske, afhænger den skattemæssige behandling af, om sælger er en fysisk eller juridisk person. Juridiske personer vil ved salg af aktier ejet i mere end tre år være skattefri, mens fysiske personer vil skulle svare skat med en sats mellem 28 og 43 pct. Mere herom ovenfor i afsnit 5.2.

6. TARGET fortsætter driften med nye ejere og aflægger sit første regnskab. Det skattepligtige overskud bliver beregnet for hele 'koncernen', dvs. HOLD og TARGET under et. Overskuddet vil afspejle i hvert fald to forhold sammenlignet med tidligere:

- ændrede driftsbetingelser (ændrede konjunktur- og markedsforhold, intern restrukturering mv.)
- ændret fremmedkapitalandel.

Mens det første forhold ikke nødvendigvis har noget at gøre med kapitalfondsejerskab per se, er det andet en typisk konsekvens af overtagelse af en kapitalfond.

En kapitalfondsejerskab vil nemlig som hovedregel implicere, at gældsandelen i virksomheden (koncernen) boostes væsentligt. Det betyder alt andet lige større rentebetaling – både pga. selve stigningen i fremmedkapitalandelen og pga., at de yderste lån (fx såkaldt 'mezzaninlån') er dyrere at servicere end de inderste. Den større rentebetaling udhuler overskuddet og bringer den skattepligtige indkomst ned. Derfor er det typiske billede, at kapitalfondsovertagne virksomheder betaler mindre selskabsskat, i hvert fald i de første år efter overtagelsen. Dette er den anden skattemæssige implikation af kapitalfondsovertagelsen.

7. Kapitalfondsejerskab associeres som regel med mere aktivt ejerskab end andre former for ejerskab. Der er en del eksempler på, at virksomheders indtjeningsevne efterhånden kommer til bedre udfoldelse end før overtagelsen. Sker det, forøges virksomhedens indtjening før rentefradrag og dermed også den skattepligtige indkomst, alt andet lige. Dette er den tredje mulige skattemæssige implikation.

8. Kapitalfonde er kendt for at incentivere ledelsen i overtagne selskaber relativt kraftigt (aktieoptioner, bonus mv.) Disse alternative former for aflønning har særlige skattemæssige implikationer. Men da mange andre virksomheder end de kapitalfondsovertagne benytter aflønningsmetoder med stærke incitamenter, forfølges de skattemæssige implikationer heraf ikke yderligere i denne sammenhæng.

9. Efter at have ejet TARGET i en periode beslutter kapitalfonden at afhænde TARGET. Virksomheden sælges til en ny gruppe af investorer. TARGET kan blive børsnoteret, kan sælges til en industriel køber, eller kan sælges til en anden kapitalfond. Exitmetoden afhænger af omstændighederne.

Under alle omstændigheder får HOLD et salgsprovenu, som efter fradrag for tilbagebetaling af lån, der medgik til det oprindelige køb af TARGET, bliver til indkomst (og kapitalgevinst), der kan betales tilbage til investorerne. HOLD likvideres, og værdierne tilbageføres til ejerne – dels ledelsen i virksomheden TARGET, dels de tre investorgrupper i HOLD.

For ledelsen vil der være tale om en kursgevinst på aktier i aktieselskabet HOLD, der beskattes efter almindelige principper, se afsnit 5.2. Institutionelle investorer vil

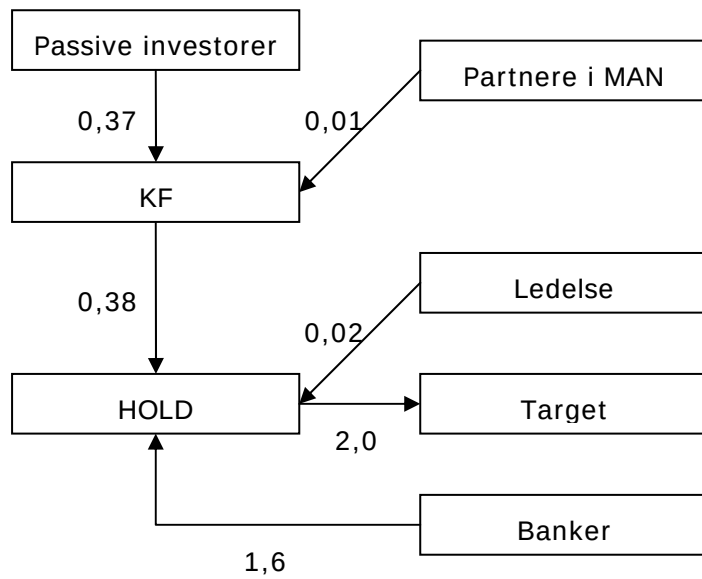
afregne skat i henhold til pensionsafkastbeskatningslove (PAL) med skattesats 15 pct. Andre investorer og managementselskabets partnere vil typisk betale skat med skattesats mellem 28 og 45 pct. Se igen afsnit 5.2.

10. Efterhånden som kapitalfonden KF har solgt ikke bare TARGET, men også dens øvrige porteføljevirkksomheder, afvikles fonden.

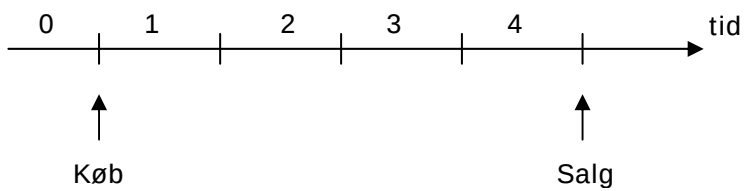
Taleksempel

Hændelsesforløbet ovenfor knytter sig til den selskabsstruktur, der fremgår af figur 5.1. For at få en ide om mulige størrelsesordener for de skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab kobles tal på, jfr. figuren.

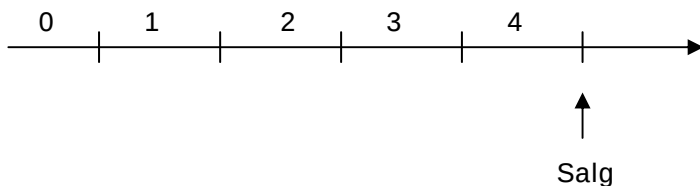
Figur 5.1 Kapitalfondsejerskab af TARGET.



Kapitalfondsejerskab:



Alternativt forløb:



Kilde: Egen tilvirkning.

TARGET har umiddelbart før opkøb en fremmedkapital på 1,0 mia. kr. (til rente 8 pct.) og en (regnskabsmæssig) egenkapital på 0,7 mia. Virksomhedens omsætning er i året forud 1,9 mia. kr. og indtjening før fradrag for renter på gæld 190 mio. Efter rentefradrag på 86 mio. fås et skattepligtigt overskud på 104 mio. Med en skatteprocent på 25 betaler virksomheden 26 mio. kr. i skat; resten af overskuddet bruges til at betale gælden ned fra 1,078 til 1,0 mia.

Både KF og andre interesserede finder ud af, at virksomhedens reelle værdi (her værdien af det samlede kapitalindskud) er noget større end de 1,7 og tilbyder højere pris. KF vinder med bud på 2,0 mia.

KF indskyder 380 mio. i HOLD. Heraf stammer 10 mio. fra managementselskabets partnere, 200 fra institutionelle investorer og 170 fra andre investorer i KF. Yderligere inviteres TARGET's ledelse til at skyde 20 mia. ind i HOLD, således at egenkapitalen der kommer op på 400 mio.

HOLD optager standardlån i omfanget 1,25 mia. til rente 8 pct. og yderligere 0,35 mia. i mezzaninkapital til rente 12 pct.

HOLD har dermed samlet den fornødne kapital til at købe TARGET for 2,0 mia. Af de 2,0 går 1,0 til tilbagebetaling af gæld i virksomheden og de resterende 1,0 til at købe de hidtidige ejere ud.

De hidtidige ejere er virksomhedens grundlæggere, og deres samlede kapitalgevinst på aktierne er dermed de samfulde 1,0 mia. Beskatningen heraf er omtalt ovenfor; der bliver enten tale om kapitalgevinstskat med sats mellem 28 og 45 pct. eller, hvis gevinsterne bliver 'parkeret' i holdingselskab, i sidste ende udbytteskat med tilsvarende skattesatser.

Driftsmæssigt er der en beskeden fremgang det første år. Omsætning og overskud før rentefradrag ligger hhv. 100 og 10 mio. højere end året før. Fra overskud før renter på 200 mio. skal nu trækkes renteudgifter på $(1250 \times 0,08 + 350 \times 0,12 =)$ 142 mio., således at der tilbage står en skattepligtig indkomst på 58 mio., jfr. tabel 5.1 nedenfor. Med skatteprocent på 25 betales der derfor 14,5 mio. i selskabsskat. (Næsten en

halvering sammenlignet med før overtagelsen.) Overskud efter skat bliver 43,5 mio. Hele overskuddet, 43,5 mio., anvendes til at tilbagebetale en del af mezzaninkapitalen, der hermed er nede på 306,5 mio.

(Igennem hele dette afsnit antages, at der ikke foretages nogen udbyttebetalinger, hverken i tilfælde af kapitalfondsejerskab eller, hvis virksomheden videreføres med de oprindelige ejere som i det alternative forløb nedenfor. Ligeledes forudsættes, at alt overskud efter renter og skat benyttes til at nedbringe den mest byrdefulde gæld.)

Tabel 5.1. Indtjening og skat under kapitalfondsejerskab.

Variabel/år	0	1	2	3	4
EBIT	190	200	210	220	230
- Renter	-86	-142	-136,8	-130,2	-122,1
	104	58	73,2	89,8	107,9
- Skat	-26	-14,5	-18,3	-22,5	-27,0
Overskud, netto	78	43,5	54,9	67,3	80,9
Gæld primo	1078	1600	1556,5	1501,6	1434,3
- Overskud	-78	-43,5	-54,9	-67,3	-80,9
Gæld ultimo	1000	1556,5	1501,6	1434,3	1353,4

Note: Millioner kroner. EBIT står for overskud før renter og skat.

I årene fremover stiger omsætning og overskud før renter i koncernen med hhv. 100 og 10 mia. pr. år. For år 2 ser regnskabet således ud: rentebetalinger ($100 + 36,8 =$) 136,8 mio. kr. Overskud efter renter ($210 - 136,8 =$) 73,2 mio. Skattebetalingen 25 pct. heraf, 18,3 mio., overskud efter skat 54,9 mio.

På samme måde beregnes overskud og skattebetaling for de næstfølgende år, 3 og 4, indtil TARGET afhændes efter år 4. Se tabel 5.1. Salgsprisen for TARGET ved udgangen af år 4 antages at være 2,4 mia., hvilket efter fraregning af gælden på nu 1,3534 mia. giver en betaling til ejerne af HOLD på 1,0466 mia. Sammenholdt med det oprindelige

indskud på 0,4 mia. er der tale om en relativt massiv værdistigning på 0,6466, og betalingen svarer til en intern rente (IRR) for kapitalfondens investering på ca. 27 pct.

Beløbet udbetales til indskyderne i forholdet 0,50 : 0,425 : 0,025 : 0,05 (institutionelle : andre passive : aktive : ledelse). Institutionelle investorer svarer PAL-skat på 15 pct. heraf; andre investorer betaler kapitalgevinst- eller udbytteskat, afhængigt af de nærmere omstændigheder.

Alternativt forløb uden kapitalfondsejerskab

For at få et indblik i de med kapitalfondsejerskabsperioden forbundne skattebetalinger sammenlignes ovenstående forløb med et alternativt forløb. For at gøre de to forløb så sammenlignelige som muligt forudsættes det, at det alternative forløb altså ikke indebærer opkøb ultimo år 0, men til gengæld indebærer salg af TARGET til den samme investorgruppe, som overtager virksomheden i forløbet med kapitalfondsejerskab. Prisen herfor er ligeledes den samme. Det alternative forløb fremgår også af figur 5.1.

Endvidere forudsættes som udgangspunkt, at de oprindelige ejere og den oprindelige ledelse i fællesskab formår at bringe virksomhedens drift i helt samme rammer som kapitalfonden ovenfor. Der ses altså for nærværende bort fra den ekstra indtjening, som kapitalfondsejerskab måtte give mulighed for.

Tabel 5.2 viser indtjening og skat i perioden i det alternative forløb.

Tabel 5.2. Indtjening og skat i det alternative forløb.

Variabel/år	0	1	2	3	4
EBIT	190	200	210	220	230
- Renter	-86	-80	-72,8	-64,6	-55,2
	104	120	137,4	155,4	174,8
- Skat	-26	-30	-34,3	-38,8	-43,7
Overskud, netto	78	90	102,9	116,6	131,1
Gæld primo	1078	1000	910	807,1	690,5
-Overskud	-78	-90	-102,9	-116,6	-131,1
Gæld ultimo	1000	910	807,1	690,5	559,4

Renteudgifter i år 1 andrager ($1000 \times 0,08 =$) 80 mio., så overskud efter renter bliver 120 mio. Skatten heraf er 30 mio., og når overskuddet efter renter og skat på 90 mio. benyttes til at betale gæld tilbage, er gælden ultimo perioden nede på 910 mio. På tilsvarende vis findes skattebetaling og gældsjustering for de efterfølgende år. Den betalte selskabsskat i periode 2 til 4 bliver hhv. 34,3, 38,8 og 43,7 mio. kr.

I den alternative forløb er der på tid 0 pr. definition ingen kursgevinst for ejerne at beskutte. Til gengæld er der en noget større kapitalgevinst ultimo år 4, hvor TARGET afhændes. Salgsprovenuet, fraregnet værdien af fremmedkapitalen, andrager i eksemplet 1,8406 mia. kr. (salgspris på 2,4 minus gældens ultimoværdi på 0,5594 mia.). De skattebetalinger, der umiddelbart noteres for det alternative forløb, er således dels de løbende betalinger af selskabsskat og dels aktieavancebeskatningen af de gamle ejere.

Forskelle i selskabsskat

Det er nu muligt at sammenholde de umiddelbare skattemæssige implikationer af hhv. (A) kapitalfondsejerskab og (B) fortsættelse af oprindeligt ejerskab. I tilfældet (A) registreres selskabsskattebetalinger på hhv. 14,5, 18,3, 22,5 og 27,0 mio. kr. i de fire

år. Summen heraf er 82,3 mio. kr., og hvis betalingerne fremdiskonteres med 8 pct. rente til ultimo år 4 91,0 mio. kr. I scenario (B) registreres selskabsskattebetalinger på hhv. 30, 34,3, 38,8 og 43,7 med sum 146,8 mio., fremdiskonteret med 8 pct. til år 4 ultimo 163,0 mio. kr.

Som forventet forbindes kapitalfondsejerskabet umiddelbart med betydeligt lavere selskabsskatteprovenu; i eksemplet falder skattebetalingerne til næsten det halve af det niveau, der ellers ville have været gældende.

Skat af kapitalgevinster

Inden for eksemplets rammer fremtræder ud over selskabets/koncernens løbende skattepligtige overskud også andre beløb, der kan have skattemæssige implikationer. I tilfælde (A) først salgsprovenuet på 1,0 mia., der tilfalder de oprindelige ejere ultimo år 0. Endvidere kapitalgevinsten svarende til forskellen mellem provenuet (netto for gæld) på 1,0466 mia. for HOLD's ejere ultimo år 4 og det oprindelige indskud ultimo år 0 på 0,4 mia. Om og i hvilken udstrækning disse kapitalgevinster (eller dele af dem) fører til beskatning, afhænger af de nærmere omstændigheder, således som redegjort for ovenfor i afsnit 5.2.

5.4 Udvidelser af taleksemplet

1. Særlig gevinst ved kapitalfondsejerskab

Det fremhæves ofte, at kapitalfondsejerskab, således som det er karakteriseret ved mere aktivt ejerskab, har evnen til at presse et bedre forløb for den overtagne virksomhed frem. Ved en simpel ændring af eksemplet kan vi belyse effekten heraf. Antag, at virksomhedens EBIT faktisk stiger med 15 mio. fra år til år frem for 10. Derved ændres tabel 5.1 til følgende:

Tabel 5.3. Indtjening og skat med særligt aktivt ejerskab.

Variabel/år	0	1	2	3	4
EBIT	190	205	220	235	250
- Renter	-86	-142	-136,3	-128,8	-119,2
	104	63	83,7	106,2	130,8
- Skat	-26	-15,8	-20,9	-26,6	-32,7
Overskud, netto	78	47,2	62,8	79,6	98,1
Gæld primo	1078	1600	1552,8	1490,0	1410,4
- Overskud	-78	-47,2	-62,8	-79,6	-98,1
Gæld ultimo	1000	1552,8	1490,0	1410,4	1312,3

I kraft af den bedre indtjeningsudvikling forudsættes, at KF i dette tilfælde kan sælge virksomheden for en pris af 2,6 mia. Dette giver anledning til en kapitalgevinst på $(2,6 - 1,3123 =) 1,2877$ mia. Undervejs noteres selskabsskattebetalinger på hhv. 15,8, 20,9, 26,6 og 32,7 mio. kr., i alt 96,0 mio. Fremdiskonteret med rente 8 pct. til ultimo år 4 andrager skattebetalingerne i alt 105,7 mio.

Den bedrede indtjening viser sig i dels højere salgspris og dels lavere ultimogæld, alt i alt i en betydeligt højere kapitalgevinst. Denne kapitalgevinst svarer nu til en IRR på ca. 34 pct. Den bedrede indtjening afspejler sig også i større selskabsskattebetalinger.

II. Begrænsning af rentefradrag

Scenariet med kapitalfondsejerskab ovenfor bør i princippet testes for, om der skal foretages en begrænsning af rentefradrag. Der er tre trin i processen:

i) Eftersom den fremmedkapital, der tilføres TARGET, ikke er koncernintern, men – ekstern, vil der ikke være årsag til begrænsning af fradrag for renteudgifter i henhold til regler om tynd kapitalisering (jfr. afsnit 5.2).

ii) Derimod vil den seneste lovændring (L 213, se igen afsnit 5.2) kunne resultere i en begrænsning af rentefradraget i eksemplet ovenfor. I henhold til lovændringen kan danske selskaber alene fradrage årets nettofinansieringsudgifter i det omfang, disse ikke overstiger den skattemæssige værdi af selskabets aktiver gange standardrenten.

For at belyse mulige virkninger af rentefradraget forudsættes, at den skattemæssige værdi af virksomhedens (koncernens) aktiver igennem hele perioden andrager 0,5 mia. kr. (Der bortses for enkelhedens skyld fra afskrivninger på det eksisterende kapitalapparat samt nyinvesteringer.) Standardrenten udgør p.t. 8 pct. I alle årene tillades således maksimalt et fradrag svarende til $(500 \times 0,08 =)$ 40 mio. kr.

iii) Endelig skal der testes for den såkaldte EBIT-regel (igen jfr. afsnit 5.2). Denne medfører, at den skattepligtige indkomst før nettofinansieringsudgifter maksimalt kan nedsættes med 80 % som følge af nettofinansieringsudgifterne (efter eventuel fradragsbeskæring efter aktivtesten i pkt. ii)). Denne sidste regel bliver dog ikke relevant i taleksemplet.

Når beskæringen af rentefradrag iht. pkt. ii) gøres gældende, fås nedenstående tabel 5.4, der er en modificeret udgave af tabel 5.1.

Begrænsningen af rentefradrag sker i samtlige fire perioder (sammenlign med tabel 5.1). Dette betyder, at de skattemæssige renter ligger langt under de faktiske, således at den skattepligtige indkomst øges i forhold til situationen i tabel 5.1 og dermed betalingen af selskabsskat. Overskud efter renter og skat bliver tilsvarende mindre, hvilket medfører, at afviklingen af gæld finder sted i et langsommere tempo.

Efter udløbet af år 4 er gælden alt i alt afdraget til 1,4652 mia. Kr. Den nye ejer kan meget vel også være en kapitalfond, som ligeledes kan opleve, at begrænsningen af rentefradraget binder. Ikke desto mindre forudsættes, at salgsprisen vil være uændrede 2,4 mia., hvoraf der efter afvikling af eksisterende gæld er 934,8 mio. kr. tilbage til kapitalfonden, dvs. i størrelsesordenen 110 mio. mindre, end hvis rentefradragsbegrænsningen ikke havde været indført.

Tabel 5.4. Effekten af begrænsning af rentefradrag.

Variabel/år	0	1	2	3	4
Beregning af selskabsskat:					
EBIT	190	200	210	220	230
- Skattemæssige renter	-86	-40	-40	-40	-40
Skattepligtig indkomst	104	160	170	180	190
Skat	26	40	42,5	45	47,5
Beregning af overskud efter skat:					
EBIT	190	200	210	220	230
- Faktiske renter	-86	-142	-139,8	-136,5	-131,9
- Skat	-26	-40	-42,5	-45	-47,5
Overskud, netto	78	18	27,7	38,5	50,6
Gæld primo	1000	1600	1582	1554,3	1515,8
- Overskud	-78	-18	-27,7	-38,5	-50,6
Gæld ultimo	1000	1582	1554,3	1515,8	1465,2

Med udsigten til en sådan begrænsning af rentefradrag og også med udsigten til, at den senere aftager af virksomheden ved exit måske ligeledes vil være ramt af begrænsningen af rentefradrag er det naturligt at forestille sig, at KF ikke kan byde helt så meget for virksomheden ultimo år 0. Måske 1,8 mia. frem for 2,0 – og måske sælges virksomheden så til 2,16 mia. i stedet for 2,4.

Disse overvejelser rejser i øvrigt spørgsmålet om incidensen af rentefradragsbegrænsning, dvs. spørgsmålet om, hvem der reelt kommer til at bære byrden af de nye regler om begrænsning af rentefradrag. I et eller andet forhold vil byrden rimeligvis blive fordelt mellem hidtidige ejere af virksomheder, der kommer i kapitalfondes søgelys, investorer i kapitalfondene og potentielle købere af virksomheder med midlertidigt kapitalfondsejerskab. På sin vis kommer begrænsningen af rentefradrag nok til at virke som en (marginal) ekstra skat på kapitalfondes indtjening, hvilket kan føre til en (marginal) indskrænkning i deres aktivitet.

Selskabsskat med begrænset rentefradrag

Eksemplet med begrænsning af rentefradrag fører klart til højere selskabsskattebetalinger. Mens disse lød på 14,5, 18,3, 22,5 og 27,0 mio. kr. i de fire år i tabel 5.1, ligger skattebetalingerne nu på 40, 42,5, 45 og 47,5 mio. kr., sammenlagt 175 mio. i modsætning til 82,3 mio. i tabel 5.1.

III. Yderligere komplikationer

Det ovenfor beskrevne forløb for hændelser og skattebetalinger med og uden kapitalfondsejerskab er på mange måder stiliseret. Nogle af de forhold, som en mere realistisk skitse vil skulle inkludere, er a) ekstraordinært udbytte og såkaldt debt push-down; b) den overtagne virksomhed som en større koncern, et multinationalt selskab, frem for blot en enkelt virksomhed.

I flere overtagelsessituationer har man set, at noget af det første, der sker inden for den koncern, der består af holdingselskab og target-selskab, er, at target udbetaler ekstraordinært udbytte til holdingselskabet. Samtidig optager target lån, og holdingselskabet betaler lån tilbage. Effekten er reelt en såkaldt 'debt push-down' – den gæld, der tidligere var holdingselskabets, bliver reelt skubbet ned i target-selskabet. På denne måde kommer de lån, der er blevet 'skubbet ned', tættere på de aktiver, som fungerer som sikkerhed lånene. (Og er der unødigt stor kontantbeholdning i target-selskabet, kan denne udgøre en del af det ekstraordinære udbytte til holdingselskabet.)

Debt push-down er i denne sammenhæng primært en teknikalitet uden egentlige skattemæssige implikationer.

Hvis den overtagne virksomhed ikke er en simpel virksomhed som i det gennemgående eksempel, men derimod en stor, reelt multinational koncern, bliver dens skattemæssige forhold mere uoverskuelige. Men det er altså ikke, fordi den overtages af kapitalfonden – det skyldes derimod, at skatteforholdene for grænseoverskridende virksomhed er ulig mere kompliceret end skatteforhold for rent nationale virksomheder.

Derimod er der andre forhold, som er essentielle for en fuldstændig beskrivelse af de skattemæssige implikationer af en periode med kapitalfondsejerskab. Dem vender vi os mod i næste afsnit.

5.5 Et bredere perspektiv på skattemæssige implikationer

Supplerende skattespørgsmål

I det simple standardeksempel i afsnit 5.3, hvor kapitalfonden KF opkøber virksomheden TARGET via holdingselskabet HOLD (som også involverer ledelsen af TARGET), stillede vi ind på følgende skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab:

-- selskabsskat (fra TARGET, hhv. koncernen bestående af TARGET og HOLD)

-- skat af kapitalgevinster (forbundet med de tidligere ejeres salg af TARGET år 0, KF's senere exit i år 4, eller i det alternative forløb de oprindelige ejeres endelige afhændelse ved udgangen af år 4).

Disse elementer tegner imidlertid et højst partielt billede af de samlede skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab. For at gøre billedet mere fuldstændt er det nødvendigt at stille en række spørgsmål:

1) Hvis institutionelle og andre passive investorer ikke investerede midler i HOLD/TARGET via KF, hvor ville de så have placeret deres midler? Og med hvilke skattemæssige implikationer?

2) Hvis KF's aktive investorer/partnere ikke investerede midler i HOLD/TARGET, hvor ville de så have placeret deres midler? Og med hvilke skattemæssige implikationer?

3) Hvis TARGET's ledelse ikke placerede midler i HOLD/TARGET, hvor ville de så have placeret deres midler? Og med hvilke skattemæssige implikationer? (Eller, hvis de lånefinansierer deres investeringer i HOLD, hvad betyder det så skattemæssigt?)

4) De midler, som de oprindelige ejere får frigjort gennem salg af TARGET ultimo år 0, hvordan vil de blive placeret – og med hvilke skattemæssige implikationer?

5) De banker, der får tilbagebetalt lån i forbindelse med overtagelsen af TARGET, hvad bruger de midlerne til? Og hvad betyder det skattemæssigt?

6) De banker, der tilvejebringer fremmedkapitalen til den nye koncern TARGET/HOLD, hvor får de midlerne fra? Og hvad betyder det skattemæssigt?

Gennem disse spørgsmål er det ligeledes klart, at i almindelighed vil en kapitalfonds etablering og overtagelse af en porteføljevirkksomhed påvirke en række finansielle markeder – udbud og/eller efterspørgsel vil blive påvirket, muligvis med (om end marginale) prisreaktioner til følge. Også disse prisreaktioner kan i princippet indvirke på skatteregnskabet i forbindelse med kapitalfondsejerskabet.

Et hypotetisk tilfælde

I en speciel og hypotetisk situation vil de videre skattemæssige implikationer være noget nemmere at overskue. Antag nemlig, at

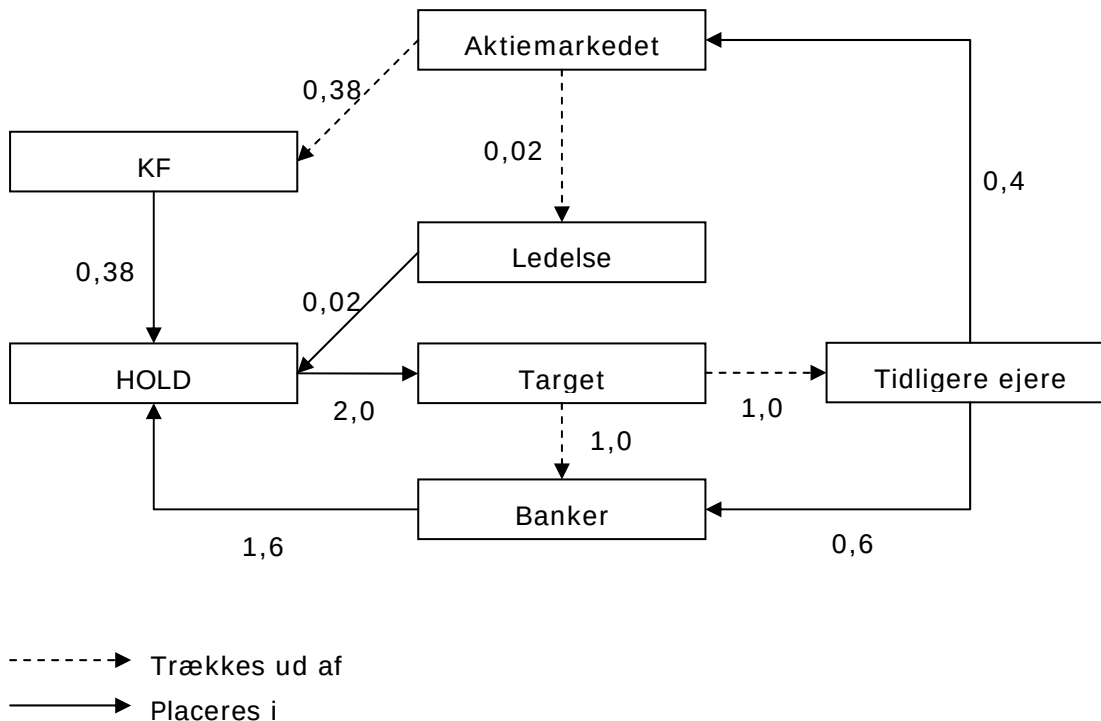
i) både institutionelle og andre passive investorer, managementselskabets partnere og virksomhedens ledelse alternativt ville have placeret deres midler (0,4 mia.) på aktiemarkedet,

ii) de finansielle institutioner, der får de tidligere lån udbetalt (1,0 mia.), bruger de selvsamme midler til udlån til HOLD,

iii) de tidligere ejere af TARGET, der bliver godtgjort for salget (1,0 mia.), placerer 0,4 mia. på aktiemarkedet og 0,6 mia. i finansielle institutioner,

iv) de netop nævnte finansielle institutioner udlåner de 0,6 mia. til HOLD.
Denne situation er anskueliggjort i figur 5.2.

Figur 5.2 Et hypotetisk tilfælde.



Hvis disse betingelser netop er opfyldt, ser man, at hverken aktie- eller kreditmarkeder umiddelbart bliver påvirket af kapitalfondsejerskab. På aktiemarkedet forsvinder 0,4 mia. på efterspørgselssiden, men nye investorer tilfører præcis samme beløb. På kreditmarkedet tilføres 1,0 mia. gennem tilbagebetaling, og der placeres yderligere 0,6 mia., og summen af disse to strømme er præcis tilstrækkelig til at finansiere tilførslen af fremmedkapital til HOLD. Ændringen på udbuds- og efterspørgselssiderne ophæver mao. hinanden. Der vil derfor ikke umiddelbart være det store behov for prisreaktioner på hverken aktie- eller kreditmarkedet. (Dog vil renteniveauet for de yderste lån til HOLD afspejle den større usikkerhed, og det er selvsagt langt fra sikkert, at placeringsmønstret på aktiemarkedet hos investorer, der trækker midler ud, resp. tilfører markedet midler, vil være det samme.)

Men hvis antagelserne i)-iv) er opfyldt, vil det supplerende skatteregnskab forholdsvis nemt kunne opstilles under iagttagelse af punkterne 1)-6). Dette giver følgende resultat:

a) De skattemæssige implikationer af ændringer i placering på aktiemarkedet (pkt. 1)-3) plus en del af 4)) begrænser sig til dem, der forårsages af, at skatteforholdene for de investorer – passive, aktive investorer, ledelse – der forlader aktiemarkedet, kan være anderledes end skatteforholdene for dem, der søger til markedet – de tidligere ejere af TARGET.

b) I og med at bankernes udlån til HOLD/TARGET forøges, optjenes gennemsnitligt en højere rente end før, hvilket kan forøge bankernes skattebetalinger.

c) De tidligere ejere placerer 0,6 mia. i banksystemet, og de vil – personligt eller via deres holdingselskaber el. lign. – svare skat af afkastet herpå.

Det er især den sidste effekt, der vil kunne mærkes. Placeringen af ekstra fremmedkapital i HOLD har sit modstykke i ekstra placeringer i finansielle institutioner, der så finansierer gældsudvidelsen, og afkastet heraf vil blive beskattet. Med f.eks. en rente på 4 pct. og personlig kapitalindkomst-skattesats på 59 vil en placering på 0,6 mia. kr. betyde en skattebetaling på 14,16 mio. Dette beløb har en størrelsesorden, der næsten matcher forskellen i selskabsskattebetaling i det alternative forløb (B) og forløbet med kapitalfondsejerskab (A) i afsnit 5.3.

Det vil naturligvis være nærmest utænkeligt, at antagelserne i)-iv) ovenfor holder stik. Men det ændrer ikke ved det forhold, at det er værd at tænke over de videre skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab, og at disse nok ikke mindst vil præges af de ekstra skattebetalinger, der følger af, at opsparene stiller midler til rådighed for banker, der så forsyner den kapitalfondsovertagne virksomhed med ekstra fremmedkapital.

Partnernes skatteforhold

I det ovenstående har vi undertrykt de skatteforhold, der er knyttet til betalinger fra kapitalfonden KF til det managementselskab, betegnet MAN, der administrerer fondens midler – og udøver det aktive ejerskab. De partnere, der er ansat i managementselskabet, vil løbende få udbetalt løn for at pleje kapitalfondens investeringer. Derudover vil de blive honoreret gennem deltagelse i KF's kapitalgevinster – endda i overproportionalt omfang i den udstrækning, afkastet overstiger den såkaldte hurdle rate.

For at belyse den sidste del af partnernes aflønning kan vi en stund antage, at den betragtede porteføljevirkksomhed er gennemsnitlig for hele fonden. Lad os antage, at KF's hurdle rate er 8 pct., og at den del af kapitalgevinsten, der overstiger 8 pct., deles i forholdet 20 : 80, hvor partnerne får 20 pct. og de passive investorer (og TARGET's ledelse) får de 80 pct. Fra tabel 5.1 fås, at den samlede kapitalgevinst for KF andrager 646,6 mio. Den del heraf, der modsvarer en forrentning på 8 pct., kan beregnes til 144,2 mio.

Den overskydende forrentning er mao. 502,4 mio. 20 pct. heraf er 100,5 mio. Endvidere er 2,5 pct. af den normale (brutto)forrentning 13,6 mio. (dvs. incl. indskuddet på 10 mio.), således at den samlede bruttogevinst for partnerne bliver på 114,1 mio. Dette er reelt en elleve-dobling af de indskudte 10 mio.

For de øvrige investorer (incl. TARGET's ledelse) var der tale om et samlet indskud på 390 mio. Bruttogevinsten bliver i alt på $(401,9 + 530,6) = 932,5$ mio., en multipel på ca. 2,39 og dermed en forrentning på omkring 24 pct. for de passive investorer.

Traditionelt sætter partnerne sig op, således at deres andel af kapitalgevinsten ved opløsning af kapitalfonden bliver beskattet som aktieindkomst. Samtidig betaler de løbende personlig indkomstskat af deres løn fra managementselskabet. Der er dermed to kilder til skat fra partnerne. Havde disse ikke deltaget i kapitalfonden, ville de måske have været almindelige lønmodtagere med personlig beskatning af deres arbejdsindkomst.

Udenlandske aktører

Ovenfor er alle aktører blevet behandlet, som om de var indenlandske, hvorved der ikke var den store tvivl om, at de betalingsstrømme, der er resultat af en kapitalfonds køb og senere salg af en porteføljevirkksomhed, vil blive takseret i henhold til de indenlandske skatteregler.

Ofte er der imidlertid også udenlandske aktører med i billedet. Selve kapitalfonden kan være udenlandsk, dvs. managementselskabet og dets partnere udenlandske og de passive indskydere i fonden ligeledes udenlandske. Beskatningen af kapitalfondens gevinst ved at besidde porteføljevirkksomheden i en periode vil derfor afhænge af, i hvor høj grad denne gevinst kan gøres til genstand for indenlandsk skat (dvs. i hvor høj grad aktørerne er begrænset skattepligtige). Er der dobbeltbeskatningsaftaler? Er der baggrund for at kildebeskatte kapitalfondens gevinst?

De hidtidige ejere af porteføljevirkksomheden kan selvfølgelig også (til dels) være udenlandske skatteydere. Igen bliver det spørgsmålet, om begrænset skattepligt af de til salget hørende kapitalgevinster kan gøres gældende.

Der har været en del debat om situationer, hvor udenlandske kapitalfonde har investeret i danske virksomheder. Der har også været debat om tilfælde, hvor kapitalfondene har betjent sig af udenlandske finansielle institutioner, når midler til overtagelse skulle fremskaffes. Bekymringen har her været, at når porteføljevirkksomheden i meget høj grad bliver finansieret med fremmedkapital, og når de tilhørende renter bliver trukket fra i skat, så vil de danske skattemyndigheder endegyldigt miste skatteprovenu.

Det er imidlertid værd at dvæle ved dette udsagn et øjeblik. Antag, at finansieringsgrundlaget for en porteføljevirkksomhed før overtagelsen har været dels egenkapital fra indenlandske ejere, dels lån fra indenlandske banker. Efter overtagelsen forudsættes fremmedkapitalen udelukkende at bestå i lån fra udenlandske banker. Før kunne skattemyndighederne regne med selskabsskat fra virksomheden, beskatning af de långivende banker og beskatning af de personer, der placerede penge i banken. Efter sker der det, at ikke bare falder

selskabsskattebetalingen fra virksomheden pga. en højere gældsandel, der bliver ej heller tale om nogen skat fra de udenlandske banker. Skattemæssigt tilsæt på flere fronter, ser det ud til.

Men det er en forhastet konklusion. Når kapitalfonden finansierer sig med udenlandske lån til porteføljevirksomheden (holdingselskabet), vil det ikke i sig selv kunne ændre på de samlede betalingsforhold mellem ind- og udland. Inden- og udenlandsk nettoopsparing er uforandrede, og det samme gælder dermed også indlandets nettobeholdning af fordringer over for resten af verden. I første omgang bevirker den udenlandske långivning til holdingselskabet et fald i indlandets nettofordringer over for resten af verden. Men denne tendens må så ophæves ved mindst en modgående transaktion. De hidtidige ejere og de hidtidige kreditorer i porteføljevirksomheden har fået midler, der skal placeres, og hvis de ikke selv investerer udenlands, vil de sætte en kæde af ændringer i gang, der bevirker, at andre indlændinge placerer i resten af verden, eller at andre indlændinge betaler udenlandske lån tilbage. Når indlændinge på denne vis erhverver sig fordringer på resten af verden, vil det afkast, der kommer på disse fordringer, forøge det samlede skatteprovenu og dermed modvirke det tab af skatteprovenu, der stammer fra kapitalfondens låntagning i omverdenen.

Dette eksempel understreger endnu en gang nødvendigheden af at 'lukke kredsløbet', hvis man skal have fuld oversigt over de skattemæssige implikationer af, at en kapitalfond etableres, og at den overtager en indenlandsk virksomhed. Det har betydning for skatteprovenu både, at midler frigøres, og at midler bindes.

Dynamiske effekter

Ideen i kapitalfondes investeringer er, jfr. kapitel 2 og 3, at særligt aktivt ejerskab – bistand til og pres på porteføljevirksomhedernes ledelser – skal medføre særligt høj værdiskabelse i de overtagne virksomheder. Inputs i denne proces er, ud over finansiell kapital, den indsats, som managementselskabets partnere står for. Ved at vie deres tid og kompetence til porteføljeselskaber har de naturligvis ikke mulighed for at bidrage i anden sammenhæng, og skal kapitalfondsideen have noget for sig, skal porteføljevirksomhederne derfor i gennemsnit kunne mønstre en særligt gunstig dynamisk udvikling.

Der er stor spredning på de resultater, som kapitalfonde aktive i det danske område har opnået med deres investeringer. Nogle tabes næsten helt på gulvet, andre betyder rimeligt afkast i den sidste ende, og atter andre er formidable succeser. Når det hele koges sammen, er det ikke utænkeligt, at afkastet fra kapitalfondenes investeringer i gennemsnit er så tilpas højt, at det tillader en konkurrencedygtig honorering af partnerne, uden at de passive investorer får for lille afkast. Det er endda muligt, at der også netto for partnernes indsats bliver skabt ekstra værdi, en egentlig dynamisk effekt af kapitalfondsejerskabet. Hvis dette er tilfældet, bidrager processen direkte til skabelse af skatteprovenu gennem større merværdi.

5.6 Skatteforhold i de analyserede cases

Vores undersøgelse har ikke inddraget skatteforhold i de analyserede cases. Dette skyldes blandt andet, at reduktionen af skattefradragsretten fra 2007 endnu ikke på tidspunktet for undersøgelsen giver sig udslag i tilgængelige data.

5.7 Nogle konklusioner

Gennemgangen i dette kapitel om skattemæssige implikationer af kapitalfondes overtagelse af virksomheder giver anledning til en række konklusioner. Disse er

1) Der er god grund til at forvente, at i de fleste tilfælde, hvor en kapitalfond overtager en virksomhed, vil denne virksomhed betale mindre i selskabsskat, end hvis virksomheden var blevet videreført med de oprindelige ejere. Kapitalfonde tilsigter – og har også unikke muligheder for – at presse fremmedkapitalandelen i kapitalgrundlaget op. Det fører større rentefradrag med sig, hvilket udhuler den skattepligtige indkomst og fører til lavere skattebetalinger, i hvert fald på det kortere sigt.

2) Selve overtagelsen fører i almindelighed til betaling af skat fra de hidtidige ejere på deres kapitalgevinster ved salg af target-virksomheden. Ligeledes vil investorerne i kapitalfonden betale skat fra deres kapitalgevinster, når de til sin tid sælger virksomheden. Men disse kapitalgevinstskatter er ikke unikke for situationen med

kapitalfondsejerskab. De oprindelige ejere kunne jo også fx senere sælge virksomheden til anden side, indkassere kapitalgevinster og betale skat heraf. Ergo er det svært at sige, om perioden med kapitalfondsejerskab alt i alt fører til større eller mindre betalinger af kapitalgevinstskatter.

3) Selskabsskatter og kapitalgevinstskatter er under alle omstændigheder kun en delmængde af de fulde skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab af en virksomhed. Det hører med til den fuldstændige beskrivelse af stille spørgsmål om, hvor de hidtidige ejere placerer deres midler, når de bliver købt ud; hvorfra banker, der leverer fremmedkapital til den opkøbte virksomhed, får deres midler; hvordan investorerne i kapitalfonden finansierer deres indskud der, osv. Særligt vigtigt er det at få klarlagt, hvorvidt de større fradrag for renter på fremmedkapital i target-virksomheden (holdingselskabet) modsvares af større kapitalindkomstbeskatning hos de parter, der leverer midler til de banker, der forsyner target-virksomheden med den forøgede fremmedkapital.

4) De skattemæssige implikationer af kapitalfondsejerskab og –ejerskab af en virksomhed bliver særligt komplekse, når enten kapitalfonden, dens investorer eller långivere er udenlandske. Hvis for eksempel target-virksomheden (holdingselskabet) finansieres med lån fra udenlandske banker, forekommer det umiddelbart umuligt at modvirke faldet i skatteprovenu fra den højere fremmedkapitalandel. Men når samfundet som helhed har uændret nettofordringsposition over for resten af verden, må der et andet sted i økonomien foregå en nettofordringserhvervelse i udlandet; afkastet herfra vil være skattepligtigt indenlands og vil derved (i hvert fald delvis) modvirke faldet i selskabsskatteprovenu.

5) Som udførligt omtalt i afsnit 5.2 om den relevante skattelovgivning er der en række uklarheder og usikkerheder, som omgærder den skattemæssige behandling af kapitalfondes aktiviteter. Den igangværende kontrolindsats over for (kapitalfonde og) overtagne virksomheder må formodes at rejse adskillige spørgsmål med henblik på afklaring. Man kan heller ikke udelukke yderligere ændringer i skattelovgivningen med konsekvens for kapitalfondes virke. Denne situation er dog ingenlunde unik for Danmark; der er tilsvarende usikkerheder og stridspunkter omkring kapitalfondes skatteforhold i lande, vi normalt sammenligner os med.

6) På trods af de nævnte uklarheder er en kapitalfond egentlig ikke noget specielt i skattemæssig henseende. Det er en særlig finansiell institution, som 'lever af' at købe og sælge virksomheder. Men de investeringer, kapitalfonde foretager, og de betalingsstrømme, som virksomhedsovertagelserne giver anledning til, opfanges af skattesystemet. Noget andet er så, at kapitalfonden accentuerer og 'tester' ømme punkter i skattesystemet. Disse ømme punkter drejer sig om

- behandlingen af fremmed- vs. egenkapital i selskabsskatten
- behandlingen af udenlandsk vs. indenlandsk kapitalindkomst og mere generelt retten til at beskatte internationale kapitalindkomster
- skelnen mellem arbejds- og kapitalindkomst i personbeskatningen
- beskatningen af forskellige typer af kapitalindkomst.

Så længe renter på gæld behandles anderledes end afkast på egenkapital, så længe beskatningen af internationale indkomster ikke er konsekvent, så længe der er problemer med at skille frugten af arbejdsindsats fra afkast af opsparing i skattesystemet, og så længe forskellige typer af kapitalindkomst undergår højst uens beskatning, så længe vil skatteydere kunne tænke skat og maksimere egen indtjening ved at minimere skattebetalinger. I den udstrækning dette sker i forbindelse med kapitalfondes aktiviteter, synes dette altså at være udtryk for et generelt fænomen.

Litteratur

- Amess, K. (2002). Management Buyouts and Firm-level Productivity: Evidence from a Panel of Manufacturing Firms, *Scottish Journal of Political Economy* 49, 304-317.
- Amess, K. (2003). The Effects of Management Buyouts and on Firm-level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of U.K. Machinery and Equipment Manufacturers, *Journal of Industrial Economics* 51, 35-44.
- Amess, K. & Wright, M., 2006. The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in th U.K., *International Journal of Economics and Business*, forthcoming.
- Bruining, H., P. Boselie, M. Wright & N. Bacon (2005). The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buyouts in the U.K. and the Netherlands. *International Journal of Human Resource Management* 16, 345-365.
- Cao, J. & J. Lerner (2006). The Performance of Reverse Leveraged Buyouts. NBER Working paper no. 12626.
- Cressy, R., A. Malipiero & F. Munari (2007). The Heterogeneity of Private Equity Firms and its Impact on Post-buyout Performance: Evidence from the United Kingdom, Working paper.
- Desbrierers, P & A. Schatt, A. (2002). The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case, *Journal of Business Finance and Accounting* 29, 695-729.
- Driessen, J., T.C. Lin & L. Phalippou (2007). Measuring the Risk of Private Equity Funds: A New Methodology, Working paper, University of Amsterdam.
- Gaughan, P.A. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, New York.
- Guo, S., E. Hotchkiss & W. Song (2007). Do Buyouts (Still) Create Value? Working paper.
- Harris, R., D.S. Siegel & M. Wright (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics* 87, 148-153.
- Holthausen, R.W. og D.F. Larker (1996). The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts, *Journal of Financial Economics*, 42, 293-332.
- Kaplan, S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics* 24, 217-254.
- Kaplan, S.N. & A. Schoar (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance* 60, 1791-1823.

- Lehn, K. & A. Poulsen (1989), Free Cash Flows and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *Journal of Finance* 44, 771-778.
- Lerner, J. & A. Gurung (2008). Globalization of Alternative Investments, Working papers volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008.
- Lerner, J. & A. Schoar (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *Quarterly Journal of Economics* 120, 223-46.
- Lerner, J., A. Schoar & W. Wong (2007). Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle, *Journal of Finance*.
- Lichtenberg, F.R. & D.S. Siegel (1990). The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior. *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Ljungqvist, A. & M. Richardsson (2003). The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity Funds, Working paper, New York University.
- Muscarella, C.J. & M.R. Vetsuypens (1990). Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance* 45, 1389-1413.
- Nyrup Rasmussen, P. (2007). I grådighedens tid. Kapitalfonde og kasinoøkonomi, Informations Forlag.
- Phalippou, L. (2007). Investing in Private Equity Funds: A Survey, Working Paper, University of Amsterdam.
- Phalippou, L. & O. Gottschlag (2007). The Performance of Private Equity Funds, Forthcoming in *Review of Financial Studies*.
- Smith, A. (1990). Capital Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 13, 143-165.
- Spliid, R. (2007). Kapitalfonde. Rå pengemagt eller aktivt ejerskab, Børsens Forlag.
- Swensen, D.F. (2000). *Pioneering Portfolio Management*, New York: Free Press.
- Thomsen, S. & F. Vinten (2008). The Buyout of ISS – A Case in the Making, Working paper No. 2, Center for Corporate Governance, Copenhagen Business School.
- Vinten, F. (2008). The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms, Working paper, Copenhagen Business School.
- Wright M., S. Thompson, S., K. Robbie (1992). Venture Capital and Management-led Leveraged Buyouts: A European Perspective. *Journal of Business Venturing* 7, 47-71.
- Woodward, S. (2005). Measuring Risk and Performance for Alternative Assets, Working paper, Sand Hill Econometrics.

Appendiks: Buyouts i Danmark

Nedenstående liste er udarbejdet på baggrund af en opgørelse over danske private equity investeringer i perioden fra januar 1991 til april 2008 foretaget af DVCA. DVCAs liste indeholder 307 investeringer (306 når en investering af SDS, der ikke er en kapitalfond, fjernes) i porteføljevirkksomheder foretaget af kapitalfonde og medtager både minoritets- og majoritetsinvesteringer. Eftersom denne rapport's fokus er på buyouts har vi i vores vurdering af aktivitetsniveauet udeladt investeringer i minoritetsandele foretaget af følgende fonde (tallet i parentes angiver antallet af minoritetsinvesteringer):

- Dansk Kapitalanlæg (15)
- Erhvervsinvest (3)
- Industri Udvikling (86)
- Jysk-Fynsk Kapital (7)
- SR Private Brand (3)

Dermed ekskluderes 115 investeringer i minoritetsandele fra opgørelsen af buyout aktiviteten i Danmark i kapitel 1. Listen over buyouts kommer således til at indeholder 192 porteføljevirkksomheder.

Det skal bemærkes, at en række af Dansk Kapitalanlægs minoritetsinvesteringer, som efterfølgende er blevet opgraderet til en majoritetsinvestering, som følge af ovenstående afgrænsning ikke medtages i opgørelsen af aktiviteten. Samtidig medtages alle LD Equity's 23 investeringer, selvom 12 af dem er minoritetsinvesteringer. Dette valg skyldes, at LD Equity ofte har foretaget minoritetsinvesteringen i forbindelse med en omstrukturering eller som medinvestor i en management buyout.

De følgende sider viser de 192 buyouts, der er foretaget mellem januar 1991 og april 2008. Listen angiver opkøbsåret, exitåret (i tilfælde af exit), den opkøbende kapitalfond samt en generel branchekode. De anvendte branchekoder er: B: Byggeri; D: Detailhandel; F: Forsikring; H: Handel; I: IT-udvikling; P: Produktion; S: Service; T: Transport.

Køb år	Exit år	Porteføljevirksomhed	Branche	Opkøbende kapitalfonde
1991	1993	Broen Armatur	P	Capman
1991	1997	Hjem Is	P	Industri Kapital
1992	1995	Crisplant	P	Industri Kapital
1992	2000	Microtronic	P	Capman, Euroventures
1992	2001	Toftejorg	P	Capman
1993	1999	Kosan Teknova	P	Capman, ECI Ventures
1993	1995	Nordtank	P	UBS
1994	1998	Vestas	P	Gilde, Mees & Pierson
1995	1997	Everton Schmidt	P	Axcel
1995	-	Ferrosan	P	Ledelsen
1995	-	M&J Fibertech	P	German Equity Partners
1995	2000	Monarflex	P	Axcel
1996	2005	Audionord International	P	Capman
1996	2006	Carl Bro	B	LD Equity
1996	2007	Lindplast	P	Capman
1996	1998	Osteometer Meditech	P	Doughty Hanson, CWB
1996	1999	Sabroe Refrigeration	P	EQT
1996	2000	Tvillum-Scanbirk	P	Axcel
1997	2003	Dansk Heatset Rotation (nu GraphX)	P	Axcel
1997	2007	EET Nordic/ IOD	H	CVC
1997	2006	F Group	D	Industri Kapital
1997	2002	Føvling	P	Axcel
1997	2000	Oxford Biscuits	P	Ledelsen, Nykredit
1997	-	RTO Holding	P	Capman
1997	2002	Time System International	H	CVC
1997	2005	VariantSystem (nu Bekaert Handling Group)	P	Axcel
1998		BB Electronics	P	Axcel
1998		Daehnfeldt	P	Hicks, Muse, Tate & Furst
1998	2006	Kilroy Travels International	S	Axcel
1998	2006	Laundry Systems Group (Jensen Gruppen)	P	Axcel
1998	2004	Rationel Vinduer	P	Axcel
1998	2001	Struers (Scientific Product Group)	P	EQT

1998	2006	Thygesen Textile Group	P	Axcel
1999	2004	Aston IT Group	I	CVC
1999	2007	Contex	P	EQT
1999	2004	Eurogran Holding	P	Alpininvest
1999	2005	Kansas Wenaas	P	Axcel
1999	2005	Kwintet	P	Axcel
1999	2005	Louis Poulsen El-teknik	H	Polaris
1999	2007	Louis Poulsen Lightning	P	Polaris
1999	2006	Løgstør Rør (nu Logstor)	P	Axcel, Polaris
1999	2003	Nordic Info Group (RKI)	S	EQT
1999	2002	Nycomed Pharma	P	Nordic Capital
1999	2001	Partner Electric	P	Bridgepoint
1999	-	Superfos	P	Industri Kapital
1999	-	Superfos	P	Industri Kapital, Ratos
2000	2005	Cybercity	S	Advent International, Lehmann Brothers Communication
2000	2007	Icopal	P	Axcel
2000	2008	Kirk Accoustics (nu Sonion)	P	Nordic Capital, Polaris
2000	2008	Microtronic (nu Sonion)	P	Nordic Capital, Polaris
2000	2004	Novadan	P	Polaris
2000	2002	Novasol (nu Novasol Dansommer)	S	Polaris
2000	2004	Svenska Fönster	P	Axcel
2000	-	Vital Petfood Group	P	Axcel
2000	2005	Wittenborg	P	Compass
2000	2005	Aalborg Industries	P	Axcel
2001	2006	Carl Bro	B	Bure
2001	2002	Dansommer (nu Dansommer)	S	Polaris
2001	2005	IHI	F	EQT
2001	-	Jamo	P	FSN Capital
2001	-	Lindab	P	Ratos
2001	-	LM Glasfiber	P	Doughty Hanson
2001	-	Martin Gruppen	P	Schouw & Co.
2001	-	Rovsing Dynamics	P	3i
2001	-	Royal Scandinavia	P	Axcel
2001	-	SMEF Group	P, H	Capman

2001		Wolfking	P	UBS
2002	2006	Dan-Foam (Tempur World)	P	Friedman, Fleischer & Lowe, TA Associates
2002	2006	Dansk Droge	P	Polaris
2002	2007	Eco-dan	I	Capman
2002	-	Fibertex	P	Schouw & Co.
2002	2005	Glud & Marstrand	P	Axcel
2002	2005	Nettest	P	Axcel
2002	2005	Nycomed	P	CSFP PE, Blackstone, NIB PE
2002	2006	RGS 90	P	Capman
2002	2006	Vest-Wood	P	Axcel, Polaris
2003	2006	Danske Trælasthandel (nu DT H Group)	H	CVC
2003	2005	Illum	D	Merril Lynch
2003	2007	Ilva	D	Advent
2003	-	Maersk Medical (nu Unomedical)	P	Nordic Capital
2004	2007	3D	P	Axcel
2004	-	Anhydro Holding	P	Capman
2004	-	Buksesnedkeren	H	Change Capital Partners
2004	2005	Dan Net	S	Advent, Providence
2004	-	DSV Miljø	S	Triton
2004	-	Falck	S	Nordic Capital, ATP PEP
2004	2006	FLS Aerospace (nu en del af SR Technics)	S	3i, Star Capital
2004	2007	H+H Fiboment (nu Expan Holding)	P	Procuritas
2004	-	Junckers Industries	P	Axcel
2004	2008	Kosan Crisplant	P	Segulah
2004	-	Norlax	P	Glitnir Total Capital
2005	2008	Blücher	P	LD Equity, Nykredit Realkredit A/S, Danebrog ApS
2005	-	Brandtex (BTX Group)	H	EQT
2005	-	Chr. Hansen	P	PAI
2005	2007	Danfoss Marine Systems (nu Damcos)	P	3i
2005	-	DISA Holding	P	Procuritas

2005	-	ESKO-Graphics (EskoArtwork)	(nu P	Axcel
2005	-	Ferrosan	P	Altor
2005	-	Glud & Marstrand	P	AAC Capital
2005	-	Gram Commercial	P	LD Equity
2005	-	Hammel Møbelfabrik	P	Dania Capital
2005	-	Illum	D	Baugur
2005	-	ISS	S	EQT, Goldman Sachs Capital
2005	-	Kompan	P	Nordic Capital
2005	-	Kwintet	P	Industri Kapital
2005	-	Københavns Lufthavne	S	Macquarie Airports
2005	-	Legoland (nu en del af Merlin Entertainment Group)	S	Blackstone
2005	2007	LEO Pharma Animal Health (nu VetXX)	P	Montagu
2005	-	Mach	S	Warburg Pincus
2005	-	Nycomed	P	Nordic Capital
2005	-	Post Danmark	S	CVC
2005	-	R82	P	LD Equity
2005	-	Rahbekfisk	P	Glitnir Total Capital
2005	-	Scan Jour	S	Capman
2005	-	TDC Forlag (nu en del af European Directories)	S	Macquarie Capital Alliance Group
2005	2007	Welltec	P	Ledelsen, The Riverside Co.
2005	-	Wiking Gulve	P	Dania Capital
2005	-	Aalborg Industries	P	Altor
2006	-	Alfred Priess	P	Dansk Generationsskifte
2006	-	Arovit Petfood	P	Gilde
2006	-	Ball Group	H	Axcel
2006	-	Bang & Olufsen Medicom	I	LD Equity
2006	-	Biva	D	Dania Capital, Odin Equity Partners
2006	-	Bodilsen	P	EQT
2006	-	Color Print	P	Polaris
2006	-	Da'Core	P	LD Equity
2006	-	Dangaard Telecom	H, S	Nordic Capital
2006	-	Dansk Cater	S	Altor
2006	-	FM-Søkjær	B	Axcel

2006	-	Green House of Scandinavia	H	Odin Equity Partners
2006	-	Haarslev	P	Odin Equity Partners
2006	-	J. Hvidtfeldt Larsen	P	LD Equity
2006	-	Jacob Holm and Sons STA (og Tytex)	P	LD Equity
2006	-	Lilleheden, Palsgaard, Høeg Hagen, Interbuild	P	LD Equity
2006	-	Logstor	P	Montagu
2006	-	Medianet Innovations	I	LD Equity
2006	-	Netcompany	I	Axcel
2006	-	Noa Noa	H	Axcel
2006	-	Nordplan	P	Odin Equity Partners
2006	-	Reson	P	LD Equity
2006	-	Scanvogn	P	Dansk Generationsskifte
2006	-	SFK Systems	P	LD Equity
2006	-	TCM Group	P	Axcel
2006	-	TDC	S	Apex, Blackstone, KKR
2006	-	York Novenco Group (nu Novenco Group)	P	Dania Capital
2006	-	Zone Company Denmark	H	Procuritas
2007	-	A+	H	LD Equity
2007	-	AH Industries	P	Ratos
2007	-	Barto Holding	P	LD Equity
2007	-	Blip Systems	I	LD Equity
2007	-	Bramming Plast-Industri	P	LD Equity
2007	-	Calamus	H	Altaria
2007	-	Cane-Line and Sika Horsnaes	P	Langholm Capital
2007	-	Cimbria	P	EQT
2007	-	Contex	P	Ratos
2007	-	DAKO	P	EQT
2007	-	EET Nordic	H	Capidea
2007	-	ElitePlast-Hammar Display	P	Deltaq
2007	-	Essential Aircraft Maintenance Services (EAMS)	S	LD Equity
2007	-	Fan Milk International (Emidan)	P	LD Equity
2007	-	Gatetrade	D	Warburg Pincus
2007	-	H.P. Værktøj	H	Dansk Generationsskifte
2007	-	Hamlet Protein	P	Polaris

2007	-	Hansen & Pedersen	D	Polaris
2007	-	Icopal	P	Investcorp
2007	-	IDEmøbler	D	Axcel
2007	-	Imerco	D	M. Goldschmidt Capital
2007	-	IT2 Holding	I	Capman
2007	-	Johs. Møllers Maskiner (JMM Group)	H	LD Equity
2007	-	K.P. Komponenter	P	Capidea
2007	-	Louis Poulsen Lightning (nu Targetti Poulsen)	P	3i
2007		Mahe Freight	T	Odin Equity Partners
2007	-	Matas	D	CVC
2007	-	ScanAm Transport (nu en del af Scan Global Logistics)	T	Odin Equity Partners
2007	-	Scandlines	T	3i, Allianz Capital
2007	-	Schou Company	H	Dansk Generationsskifte
2007	-	Skamol	P	Polaris
2007	-	Skovbo	B	Polaris
2007	-	Stema Engineering	P	Odin Equity Partners
2007	-	Transmedica	S	Odin Equity Partners
2007	-	Unifeeder	T	Montagu
2007	-	Unwire	I	LD Equity
2007	-	Winnie Papir	P	LD Equity
2007	-	Wrist Group	H	Altor
2007	-	Aagaard-Bræmer Holding	H	Capidea
2008	-	Alpharma API	P	3i
2008	-	BabySam	D	Polaris, AAC
2008		Biblioteksmedier	S	LD Equity
2008	-	Kosan Crisplant	P	United International Bank
2008	-	Pandora	P	Axcel
2008		SSG A/S	S	LD Equity
2008	-	Tøjeksperten	D	Polaris