

REGULERING AF KAPITALFONDE

REGULATION OF PRIVATE EQUITY FUNDS

Camilla Funch Hussmann
Mads Nylander

Copenhagen Business School
Cand.merc.(jur.)
8. juni 2011

Antal tegn: 271.915
Antal sider: 160



Vejledere:

Caspar Rose Center for Corporate Governance
Peer Schaumburg-Müller Center for kreditret og kapitalmarkedsret

Forord

Denne kandidatafhandling er udarbejdet i forbindelse med afslutningen af cand. merc. (jur.) studiet på Copenhagen Business School.

Formålet med afhandlingen er at give et billede af, hvilke konsekvenser en dansk implementering af FAIF-direktivet vil have for samfundet som helhed, for derigennem at konkludere om den valgte reguleringsform er efficient. Herunder bliver det bl.a. belyst, hvordan kapitalfonde skaber værdi i deres porteføljeselskaber, samt hvordan denne værdiskabelse placerer sig i forhold til ikke kapitalfondsejede selskaber. Afhandlingen henvender sig derfor bredt til interessenterne på kapitalfondsmarkedet, hvorfor lovgivende parter kan have interesse i afhandlingens problemstilling. Nuværende og kommende kapitalfondsinvestorer kan drage nytte af afhandlingens resultater. Personer med en almindelig eller faglig interesse for kapitalfonde vil ligeledes finde afhandlingen interessant.

Camilla Funch Hussmann

8. juni 2011

Mads Nylander

8. juni 2011

Summary

In recent years there has been an increased attention and debate on regulation of private equity funds (PE) in the EU. Spawned from this attention along with the impact of the financial crisis of 2007, the Parliament and Council came to an agreement after heated debate, and adopted the Alternative Investment Fund Managers directive (AIFM-Directive) November 11th 2010.

We examine current Danish law in regards of private equity funds, and what impact the AIFM-Directive will have on existing Danish regulation. We find that there is practically no existing Danish regulation directed towards private equity funds, although there is a limited impact through existing regulation in regards of taxation and corporate structure. Furthermore, we find the existence of soft law as being the only existing attempt of bringing transparency into the market, although its effect is limited by the comply-explain principle. Hence, we find that the AIFM-Directive will change the legal environment significantly, mainly through its many transparency regulations but also through the introduction of an Alternative Investment Fund Managers authorisation system.

We then examine if the value created by private equity funds in their portfolio companies exceed that of the general Danish market, and how value in portfolio companies are created by the private equity funds. To do this, we perform a benchmark analysis comprised of 38 selected portfolio companies and a peer group representing an average Danish company. We find no empirical evidence, that portfolio companies exceed the performance of an average Danish company, although there is a big variation in our results that could indicate differences in each fund's performance. In addition, we develop three hypotheses to test, how private equity funds create value in their portfolio companies. We find that private equity funds attempt to create value through an alignment of interests, active ownership and an increased risk profile.

Furthermore, we analyze if the AIFM-Directive will change private equity funds incentive to create value in their portfolio companies, in order to assess the AIFM-Directive's overall efficiency. We find that the AIFM-Directive will decrease the private equity funds incentive to create value, through an increase in the management costs. Thus, there will be a decrease in private equity funds investments due to the increased attractiveness of alternative investments opportunities.

Consequently, the AIFM-Directive may end up hindering the market it wishes to regulate. As an answer to this problem, we propose a solution consisting of soft law with a revised comply-explain principle combined with regulation of the bank sector.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1.....	9
1.1 Indledning og problemlidentifikation	9
1.2 Problemstilling	12
1.2.1 Overordnet	12
1.2.2 Juridisk	12
1.2.3 Økonomisk	12
1.2.4 Integreret.....	12
1.3 Synsvinkel	13
1.4 Struktur og metode	14
1.4.1 Generel struktur	14
1.4.2 Juridisk struktur og metode	15
1.4.3 Økonomisk struktur og metode	15
1.4.4 Integreret struktur og metode	16
1.5 Afgrænsning.....	17
1.6 Kildekritik.....	18
1.6.1 Generelt	18
1.6.2 FAIF-Direktivet	18
1.6.3 Empirisk undersøgelse af værdiskabende tiltag	19
1.6.4 Indhentet data	19
Kapitel 2 – Juridisk analyse	20
2.1. Indledning	20
2.2. Kapitalfonde	21
2.2.1 Kapitalfondes konstruktion	21
2.2.1.1 Investorerne	24
2.2.1.2 Managementselskabet.....	25
2.2.2 Kapitalfondes ageren	26
2.2.2.1 Incitament	26
2.2.2.2 Ledelse	27
2.2.2.3 Ansvar.....	27
2.3 Retningslinjer udstedt af DVCA.....	29
2.3.1. Analyse af retningslinjernes effekt	29
2.3.1.1 Formålet.....	29
2.3.1.2 Retningslinjernes forpligtigelser	30
2.3.1.2.1 Krav på kapitalfondsniveau	30
2.3.1.2.2 Krav på porteføljeselskabsniveau	32
2.3.2 Anvendelse af retningslinjerne	33
2.3.4 Vurdering af retningslinjerne	35
2.4 FAIF Direktivet.....	37
2.4.1. Formålet	37
2.4.2 Analyse af direktivets bestemmelser.....	37

2.4.2.1 Generelle bestemmelser	38
2.4.2.2. Tildeling af autorisation	39
2.4.2.3 Krav til forvaltningen af kapitalfonde	40
2.4.2.4 Krav til gennemsigtighed	42
2.4.2.5 Krav til forvaltningen af særlige typer af alternative investeringsfonde	44
2.4.2.6 Markedsføring af kapitalfonde	45
2.4.3 Sanktionsmulighederne	46
2.4.4 Vurdering af direktivet	47
2.5 Gældende ret efter implementering af FAIF-direktivet	49
2.5.1 Udvidelse af eksisterende regulering	49
2.5.2 Udvidelse af gældende ret med nye hensyn	53
2.5.3 Hvor gældende ret forbliver uændret	54
2.5.3.1 Direktivets indvirkning på brugen af selvregulering	54
2.5.4 Sammenfattet indvirkning på gældende ret	55
2.6 Juridisk delkonklusion	56
Kapitel 3 – Økonomisk analyse	58
3.1 Indledning	58
3.2 Litteraturstudie	59
3.3 Dataindsamling til empiri	62
3.3.1 Udvalgelse af undersøgelsesgruppe	62
3.3.1.1 Indhentning af regnskabsoplysninger	63
3.3.2 Udvalgelse af sammenligningsgruppe	64
3.3.3 Udvalgte sammenligningsparametre og beregningsmetoder	65
3.3.4 Anvendt statistik	67
3.3.4.1 T-test	68
3.3.4.2 Korrelation	69
3.4 Skaber kapitalfonde merværdi i deres porteføljeselskaber	70
3.4.1. Sammenligning af porteføljeselskabers værdiskabelse med sammenligningsgruppen ..	70
3.4.1.1 Afkastningsgraden	71
3.4.1.2 Overskudsgraden	71
3.4.1.3 Aktivernes omsætningshastighed	72
3.4.2 Opsummering af resultaterne fra t-testene	72
3.4.3 Resultatet overfor litteraturens holdning til porteføljeselskabernes værdiskabelse	73
3.5. Værdiskabende tiltag	74
3.5.1 Incitamenter	74
3.5.1.1. Interessekonflikt mellem kapitalfondens investorer og managementselskabet	75
3.5.1.2. Interessekonflikten mellem kapitalfondens investorer og ledelsen i porteføljeselskabet	76
3.5.2 Aktivt ejerskab	77
3.5.3 Kapitalstruktur og risiko	78
3.6 Prøvelse af hypoteser om værdiskabende tiltag	81
3.6.1. Medarbejdernes effektivitet	82
3.6.1.1 Vurdering af medarbejdernes effektivitet	83
3.6.2 Effektivisering af porteføljeselskaberne	84
3.6.2.1 Afkastningsgraden	84

3.6.2.2 Overskudsgraden.....	85
3.6.2.3 Aktivernes omsætningshastighed.....	86
3.6.2.4 Vurdering af porteføljeselskabernes effektivitet.....	88
3.6.3. Porteføljeselskabernes risiko	88
3.6.3.1 Likviditetsgraden	88
3.6.3.2 Soliditetsgraden	89
3.6.3.3 Gearingsforholdet	91
3.6.3.4 Vurdering af porteføljeselskabernes risiko	92
3.6.4 Sammenfattet konklusion på hypoteserne	93
3.6.5 Korrelation mellem effektivitet og risiko.....	93
3.7 Diskussion af kapitalfondenes samfundsmæssige betydning.....	95
3.7.1 Eksternaliteternes effekt.....	99
3.8 Økonomisk delkonklusion	101
Kapitel 4 – Integreret analyse	103
4.1 Indledning.....	103
4.2 Indvirkning på anvendelsen af de værdiskabende tiltag	104
4.2.1. Skabelsen af et stærkt interessesammenfald	104
4.2.2 Fokuseret og aktivt ejerskab	106
4.2.3 Kapitalstruktur og risiko.....	107
4.3 Betydningen af incitamentsændringen for samfundet.....	109
4.4 Efficient regulering af kapitalfondsområdet.....	112
4.4.1 Krav til offentlig intervention	112
4.4.1.1 Eksistens af markedsfejl	112
4.4.1.2 Parternes håndtering	113
4.4.1.3 Krav til lovgivende parter	114
4.4.1.4 Reguleringsomkostninger	114
4.4.2 Bør kapitalfondsområdet reguleres	115
4.4.3 Bør intervention ske i form af FAIF-direktivet?	117
4.4.4 Hvordan bør markedsfejlen håndteres?	118
4.5 Integreret delkonklusion	120
Kapitel 5 - Konklusion	122
Perspektivering	125
Litteraturliste.....	126
Oversigt over forkortelser.....	132
Bilag 1 - Rådata	133
Bilag 2 – Rådata fra Danmarks statistik.....	147
Bilag 3 – Beregninger af nøgletal	148
Bilag 4 – T-tests med afkastningsgraden	150
Bilag 5 – T-tests med overskudsgraden	151

Bilag 6 – T-tests med aktivernes omsætningshastighed	152
Bilag 7 – T-tests med omsætning pr. medarbejder.....	153
Bilag 8 – T-tests med likviditetsgraden.....	154
Bilag 9 – T-tests med soliditetsgraden	155
Bilag 10 – T-tests med gearingsforholdet.....	156
Bilag 11 – Korrelationsmatrix	157
Bilag 12 – Ændring i antal ansatte	159
Bilag 13 – Ændring i primært resultat og aktiver	160

Indholdsfortegnelse over figurer

Figur 1.1, Strukturmodel	s. 11
Figur 2.1, KF-illustration	s. 18
Figur 3.1, Incitamentsstruktur	s. 72
Figur 3.2, Kapitalstruktur	s. 77
Figur 3.3, Antal ansatte	s. 93

Indholdsfortegnelse over tabeller

Tabel 3.1, Udvalgte selskaber	s. 60
Tabel 3.2, AG, OG og AOH	s. 67
Tabel 3.3, OPM	s. 80
Tabel 3.4, AG	s. 82
Tabel 3.5, OG	s. 83
Tabel 3.6, AOH	s. 84
Tabel 3.7, LG	s. 86
Tabel 3.8, SG	s. 87
Tabel 3.9, F/E	s. 88
Tabel 3.10, Korrelation	s. 90

KAPITEL 1

1.1 Indledning og problemidentifikation

Kapitalfonde (KF) har i takt med deres udbredelse i Danmark været underlagt større og større opmærksomhed hos den danske befolkning. Det var dog særligt ved opkøbet af den store danske virksomhed TDC, at danskerne for alvor blev opmærksomme på KF og deres enorme kapitalberedskab. Tidligere statsminister Poul Nyrup Rasmussen har efterfølgende med henvisning til sin bog ”I grådighedens tid - kapitalfonde og kasinoøkonomi”, udtalt at ”... kapitalfonde i stigende grad opkøber gode, sunde virksomheder for derefter at tømme dem for værdier.” samt ”Ofte, som det blandt andet var tilfældet med TDC, kommer kapitalfondene kun med en mindre del af købssummen og finansierer så resten af opkøbet ved at gældssætte virksomheden til op over begge ører. Den fantasifulde metode betyder i sidste ende, at konkurrenceevnen bliver alvorligt svækket på grund af rentebyrden og manglende langsigtede investeringer.”¹. KF’s moral og etik har således været udsat for hård kritik, ikke mindst i lyset af den finansielle krise der startede i sommeren 2007. Også nuværende Økonomi- og Erhvervsminister Brian Mikkelsen udtalte for nyligt, at ”Når man sidder i en kapitalfond, tænker man ikke på den danske stats ve og vel. Så tænker man på sine aktionærer.”². Sideløbende med dette har Poul Nyrup Rasmussen stået i spidsen for at få EU til at vedtage regulering på KF-området. Særligt med den finansielle krise, fik Poul Nyrup Rasmussen medvind til regulering af KF. Parlamentet pålagde på baggrund heraf Kommissionen at fremsætte forslag om regulering inden udgangen af 2008 - en deadline der dog ikke blev overholdt. Først i april 2009 fremsættes forslag til Europa-parlamentet og Rådet om regulering på området for forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF). Forslaget var meget sparsommelig på regulering og selve omfanget var på ca. 50 sider. Det sparsommelige indhold er Poul Nyrup Rasmussen utilfreds med, og udtrykte således, at direktivforslaget ”... er lige så hullet som en schweizerost”³. Det er herefter op til Parlamentet og Rådet at nå frem til enighed. Denne proces viser sig dog langt sværere end antaget. Fremlæggelsen af den endelige direktivtekst udskydes flere gange. Da der endelig, den 11. november 2010, blev opnået enighed om et

¹ Business (27.02.2008)

² JP (25.04.2010)

³ Business (14.07.2009)

kompromisforslag fra Rådet, nåede omfanget op over 100 sider med tilhørende bilag, og dermed blev det langt mere omfattende end det oprindelige udspil. I medlemsstaterne resulterede debatten vedr. regulering af KF-området i, at den engelske branchesammenslutningen bad den britiske finansmand David Walker om, at udarbejde en rapport omkring åbenhed i branchen, som efterfølgende blev kendetegnet Walker-rapporten⁴. Den danske branchesammenslutning Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA), udarbejdede i 2008 deres egen rapport, på baggrund af Walker-rapporten. FAIF-Direktivets (FAIF-D) bestemmelser blev bl.a. af DVCA karakteriseret som værende en tung administrativ byrde⁵ og væksthæmmende⁶ for det danske samfund. Afledt af sådanne kritiske kommentarer om FAIF-D er det således interessant at opnå kendskab til de juridiske implikationer, som vedtagelsen af FAIF-D medfører.

Ovenstående er et godt eksempel på den splittelse der eksisterer, når spørgsmålet om regulering af KF-området skal besvares. Splittelsen kan ses som udtryk for en modsat rettet opfattelse af, hvilke afledte effekter KF's anvendelse af værdiskabende tiltag har for samfundet. Nogle vil mene, at KF kan skabe værdi for samfundet, gennem bl.a. mere effektivt ledede selskaber. Andre vil mene, at KF gennem deres finansielle gearing, påfører selskaberne alt for meget risiko, hvormed de bliver mere sårbare i det lange løb. Med så forskellige holdninger, er det interessant at stille spørgsmålet, om den regulering der blev vedtaget, i det hele taget blev samfundsmæssigt efficient, eller om den måske, som DVCA hævdede, kommer til at medføre negative konsekvenser for KF, samt om disse negative konsekvenser i sidste ende kan blive til negative konsekvenser for samfundet.

Afledt af denne debat og uenighed omkring KF's værdiskabelse, er det interessant at foretage et test af porteføljeselskabernes (PS) værdiskabelse i forhold til et gennemsnitligt dansk selskab, samt hvilke tiltag KF anvender for at opnå den ønskede værdiskabelse. Af en sådan analyse vil det kunne udledes, hvorvidt KF-investeringer medfører en merværdiskabelse i det opkøbte selskab, samt hvordan denne er opnået. PS's værdiskabelse i forhold til et dansk gennemsnit, er ikke direkte afgørende for efficient regulering af et marked, men kan bidrage til forståelsen af, om markedet for KF-investeringer egentlig er garant for værdiskabelse til samfundet, samt i hvilken grad. Afgørende for efficient regulering af et marked, er derimod hvordan en værdiskabelse i KF-investeringer bliver skabt. En gennemførelse af ikke efficient regulering af et marked, kan have den konsekvens, at

⁴ Walker 2007

⁵ DVCA Pressemeddelelse (2010)

⁶ EVB (27.10.2010)

markedets eksistensgrundlag bliver fjernet. Her vil kendskab til KF-markedets værdiskabelse i forhold til danske selskabers gennemsnitlige værdiskabelse være relevant. Med kendskab til de værdiskabende tiltag, er det muligt at vurdere ændringen i incitamentet til at anvende dem, i forhold til FAIF-D's bestemmelser. Da DVCA's retningslinjer (DVCA-R) inden direktivvedtagelsen fremstod som eneste forsøg på regulering af KF-området, er det interessant at vurdere, hvilken indvirkning deres forslag til regulering har på KF-området og de værdiskabende tiltag. Derfor vil en analyse af DVCA-R's påvirkning af de værdiskabende tiltag og incitamentet til at anvende disse ligeledes være interessant, for at kunne komme med et bud på, hvilken metode der er mest efficient til regulering af KF-området.

1.2 Problemstilling

1.2.1 Overordnet

Hvordan vil FAIF-D ændre retstilstanden overfor KF, set i forhold til KF's evne til at skabe værdi i PS? I hvilket omfang kan der argumenteres for, at FAIF-D er samfundsmæssig efficient, ud fra en vurdering af KF's samfundsmæssige betydning?

1.2.2 Juridisk

Hvordan vil implementeringen af FAIF-D ændre gældende ret på KF-området.

1.2.3 Økonomisk

Hvordan skaber danske PS værdi i forhold til et samlet gennemsnit af selskaber på det danske marked. Gennem hvilke tiltag formår KF at skabe værdi i PS, og hvilke eksternaliteter medfører de værdiskabende tiltag på samfundet?

1.2.4 Integreret

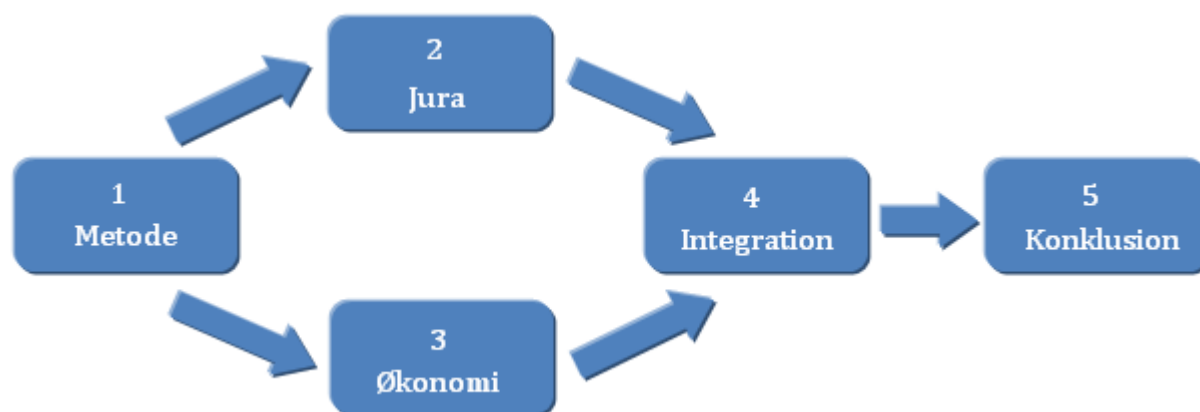
Hvorvidt kan DVCA-R og FAIF-D betragtes som efficient regulering ud fra deres påvirkning af KF's eksternaliteter? Hvorledes bør området reguleres ud fra en samfundsmæssig efficiensbetragtning?

1.3 Synsvinkel

Afhandlingen anvender en overordnet samfundsmæssig synsvinkel. For at kunne vurdere hvad der er samfundsmæssigt efficient, anskuer afhandlingen problemstillingen fra de berørte parter side. Disse udgøres hovedsageligt af kapitalfondsinvestorer (KFI), managementselskaber (MS), PS, disses interessenter i form af ansatte og kreditorer, samt samfundet som helhed. Der er således anvendt en objektiv synsvinkel, dog kan der enkelte steder i afhandlingen forekomme subjektivitet.

1.4 Struktur og metode

1.4.1 Generel struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Figur 1.1 Model over afhandlingens struktur

Afhandlingens struktur fremgår af figur 1.1. Udgangspunktet for den erhvervsjuridiske analyse findes i kapitel 1. Heri fastslås det, hvad der ligger til grund for valg af emne, problemstilling, synsvinkel, anvendt metode og struktur samt en afgrænsning.

Kapitel 1 leder videre til kapitel 2 og 3. Kapitel 2 indeholder den juridiske analyse, som har til formål at vurdere, hvilken indvirkning FAIF-D får på gældende ret for KF. Kapitel 3 indeholder den økonomiske analyse, der har til formål, dels at undersøge hvorvidt PS skaber mere værdi end andre danske selskaber, og dels at undersøge hvilke tiltag KF anvender i værdiskabelsen af de opkøbte selskaber.

Kapitel 4 integrerer de to forrige kapitler. Her analyseres FAIF-D's indvirkning på KF's incitament til at anvende deres værdiskabende tiltag, samt det diskuteres, hvorvidt FAIF-D er den mest efficiente reguleringsform. Yderligere diskuteres det, hvorvidt markedet bør reguleres på anden vis. Kapitel 4 leder til kapitel 5, som indeholder den samlede konklusion på afhandlingen.

For at give et bedre overblik, vil der i starten af de større afsnit i afhandlingen være en beskrivelse af formålet med analysen og i slutningen en opsamling af afsnittets konklusioner.

1.4.2 Juridisk struktur og metode

Den juridiske del af afhandlingen er udarbejdet på baggrund af den retsdogmatiske metode med henblik på at udlede gældende ret. Således er der både anvendt gældende lovtekster, vedtaget men endnu ikke gældende lovtekst, samt forarbejder/præambelen hertil. Derudover er der anvendt retningslinjer udarbejdet af branchen selv for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse.

Indledningsvist redegøres der for karakteristika for KF samt nugældende regulering der har indflydelse på KF i Danmark. Dernæst foretages en kort analyse af DVCA-R, for at kunne sammenligne disse med indholdet af FAIF-D senere i afhandlingen. Herefter foretages en analyse af FAIF-D's bestemmelser, så det på baggrund heraf er muligt at foretage en vurdering af, hvordan FAIF-D vil ændre gældende ret for KF.

1.4.3 Økonomisk struktur og metode

Den økonomiske del af afhandlingen tager udgangspunkt i en induktiv metode, hvor den empiriske analyse foretages på baggrund af et begrænset antal selskaber, hvoraf der foretages generelle konklusioner. Den empiriske analyse udarbejdes ud fra en kvantitativ metode. Den indhentede data bearbejdes med statistisk metode i form af en analyse af middelværdier på baggrund af den valgte stikprøve og sammenligningsgruppe og endelig konkluderes der herpå gennem en hypoteseprøvning. Til diskussionen af resultaterne, anvendes relevant økonomisk teori hovedsageligt indenfor finansieringsteorien samt Principal Agent-teorien.

Indledningsvist redegøres der kort for allerede kendt litteratur og forskning på området, for herefter at beskrive den af afhandlingen udførte empiriske analyse. Denne opdeles i to dele, hvor den første skal redegøre for PS's værdiskabelse i forhold til et gennemsnitligt dansk selskab. Herefter redegøres der for relevant økonomisk teori, til brug for identificering af KF's værdiskabende tiltag. Disse vil på baggrund af den empiriske analyses anden del blive testet i forhold til tre opstillede hypoteser. Herefter vil resultaterne blive diskuteret og der foretages en vurdering af KF's samfundsmæssige betydning.

1.4.4 Integreret struktur og metode

Den integrerede analyse tager udgangspunkt i konklusionerne fra de to forrige kapitler. Således vil de identificerede værdiskabende tiltag samt de herfra afledte positive og negative eksternaliteter blive analyseret i forhold til FAIF-D's bestemmelser. På baggrund af dette vil der blive foretaget en samfundsmæssig efficiensbetragtning. Derefter foretages en analyse af hvorvidt FAIF-D kan betragtes som den efficiente reguleringsform af markedet, og det diskuteres hvordan markedet burde blive reguleret, som følge af de i analysen fundene resultater.

1.5 Afgrænsning

Den juridiske analyse tager udgangspunkt i KF etableret i Danmark og deres opkøb af danske PS. En analyse af indvirkningen fra eventuel udenlandsk regulering er derfor ikke gennemført, da en analyse af dansk rets gældende bestemmelser på området ses relevant i forhold til afhandlingens problemstilling. Der er fokus på de bestemmelser, der har en direkte eller indirekte betydning for KF's konstruktion og ageren. Da afhandlingen ikke har til hensigt at redegøre for de skatteretlige aspekter af KF, afgrænses der således fra en analyse af dette, selvom der dog vil forekomme kortfattede skatteretlige aspekter, hvor disse er relevante for afhandlingens problemstilling. Til analysen af selvregulering er der fokuseret på DVCA-R, og der afgrænses således fra udenlandske brancheorganisationers bud på selvregulering, da disse ikke er relevante for det danske marked. Analysen af FAIF-D er fokuseret på de bestemmelser, der sandsynligvis vil have en direkte indvirkning på KF's ageren. Der er derfor afgrænset fra en udtømmende analyse af de bestemmelser, der vedrører de grænseoverskridende elementer mellem KF og deres forvaltere, hvorfor disse kun behandles perifert.

Den økonomiske analyse foretager et litteraturstudie af relevante artikler. Der er ikke foretaget et fuldkomment litteraturstudie, da de fremhævede artikler formår at anskueliggøre de for problemstillingen relevante forhold. Den økonomiske teori begrænses til at omfatte den finansielle teori om PA forholdet, i forhold til de incitamenter og interessekonflikter der er udgangspunkt for den empiriske analyse, samt den interessekonflikt der kan være i forhold til den optimale kapitalstruktur. Der afgrænses derved fra at analysere alle tænkelige værdiskabende tiltag med dertilhørende økonomisk teori. Vurderingen af KF's påvirkning af den finansielle stabilitet er udelukkende vurderet ud fra den indvirkning der er fra de udvalgte økonomiske tiltag, og er derved ikke et udtryk for en udtømmende analyse af den systemiske risiko. For den retsøkonomiske analyse er Basel III-reglerne kun medtaget i et begrænset omfang. Der afgrænses fra at foretage en selvstændig analyse heraf, da reglernes indhold ikke har direkte relevans for afhandlingens problemstilling, men blot er medtaget for at anskueliggøre effekter ved regulering af andre interessenter på markedet end KF.

1.6 Kildekritik

1.6.1 Generelt

En væsentlig del af den anvendte litteratur i afhandlingen er primærlitteratur i form af lovbekendtgørelser og fagbøger samt tidsskriftsartikler og rapporter udarbejdet af danske og internationale forskere. Dette vurderes at have en høj grad af validitet, da litteraturen i overvejende grad er blevet produceret uden hensyntagen til kommercielle interesser eller lignende. Det skal dog understreges, at der i enkelte tilfælde er tale om litteratur, udarbejdet på baggrund af bestilling fra interessenter i branchen. Dette vurderes ikke at udgøre et væsentligt problem for afhandlingens resultater og konklusioner, da denne litteratur har været genstand for særlig kritisk anvendelse, idet der er taget højde for evt. skævhed. Dette gælder også i de tilfælde, hvor litteraturen stammer fra en interessent i branchen, som åbenlyst er udtryk for en på forhånd fastsat holdning, hvorfor litteraturen alene bruges som udtryk og argument for denne holdning, og dermed ikke anvendes direkte i afhandlingens konklusioner.

1.6.2 FAIF-Direktivet

Da FAIF-D ikke ved afhandlingens tilblivelse er blevet formelt vedtaget af Rådet, idet det afventer juristlingvisternes færdigbehandling, er der i afhandlingen taget udgangspunkt i den kompromistekst⁷, der blev vedtaget af Parlamentet på mødet den 11. november 2010. Da kompromisteksten i sit indhold er blevet vedtaget af Parlamentet, anses det for at have samme indhold som det endeligt og formelt vedtagne direktiv. Det anses dog for værende sandsynligt, at artikelnummereringen vil blive påvirket ved lingvisternes gennemgang, således at artikelnummereringen vil være anderledes i forhold til den anvendte artikelnummerering i denne afhandling.

⁷ Vedtaget kompromistekst d. 11. nov. 2010 til det oprindelige direktivforslag: KOM/2009/0207

1.6.3 Empirisk undersøgelse af værdiskabende tiltag

Til brug for den empiriske undersøgelse af de værdiskabende tiltag, anvendt af KF i deres PS, er der anvendt oplysninger fra 38 selskabers offentliggjorte årsrapporter. Branchemæssigt tilhører 79% af selskaberne produktion. Dette skal ses i forhold til gennemsnittet for samtlige KF-opkøb i Danmark, hvor dette tal ligger på 63%. Forskellen er ikke særlig stor, og anses derfor ikke for signifikant i forhold til analysens resultater. I de fleste tilfælde er årsrapporterne indhentet hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen via deres elektroniske database, hvilket er at betragte som primær litteratur. Danske selskabers ledelse er pålagt⁸ at udfærdige årsrapporten, så den giver et retvisende billede af selskabets økonomiske forhold. Derudover skal årsrapporten godkendes af statsautoriserede revisorer.⁹ Derfor anses årsrapporten som en meget valid kilde til opnåelse af information om selskabernes økonomiske forhold. I nogle tilfælde er årsregnskabsinformationerne indhentet via sekundær litteratur i form af opslag i Greens Erhvervsinformation. Da Greens Erhvervsinformation udelukkende indsamler og publicerer årsregnskabsinformationerne, og ikke er betalt af en part i branchen, anses data herfra for værende valid.

1.6.4 Indhentet data

Til den empiriske undersøgelse er der endvidere indhentet data fra Danmarks Statistik, Statistisk Årbog for perioden 1992-2007 til dannelse af en sammenligningsgruppe. Disse data anses for værende valide, idet Danmarks Statistik ikke har nogen kommerciel interesse der påvirker deres indsamling og publicering af data, som de i øvrigt får fra selskabernes årsregnskaber, og derfor tager udgangspunkt i primærkilden.

⁸ ÅRL § 11, stk. 1

⁹ ÅRL § 135, stk. 1, 1. pkt.

KAPITEL 2 – JURIDISK ANALYSE

2.1. Indledning

Kapitlet vil behandle den juridiske del af problemformuleringen præsenteret i kapitel 1. Spørgsmålet der søges besvaret er, hvordan FAIF-D ændrer allerede eksisterende gældende ret på KF-området. Dette kapitel vil derfor give indsigt i, hvordan det ellers uregulerede område vil blive påvirket af FAIF-D, samt hvilke konsekvenser reguleringen har for KF.

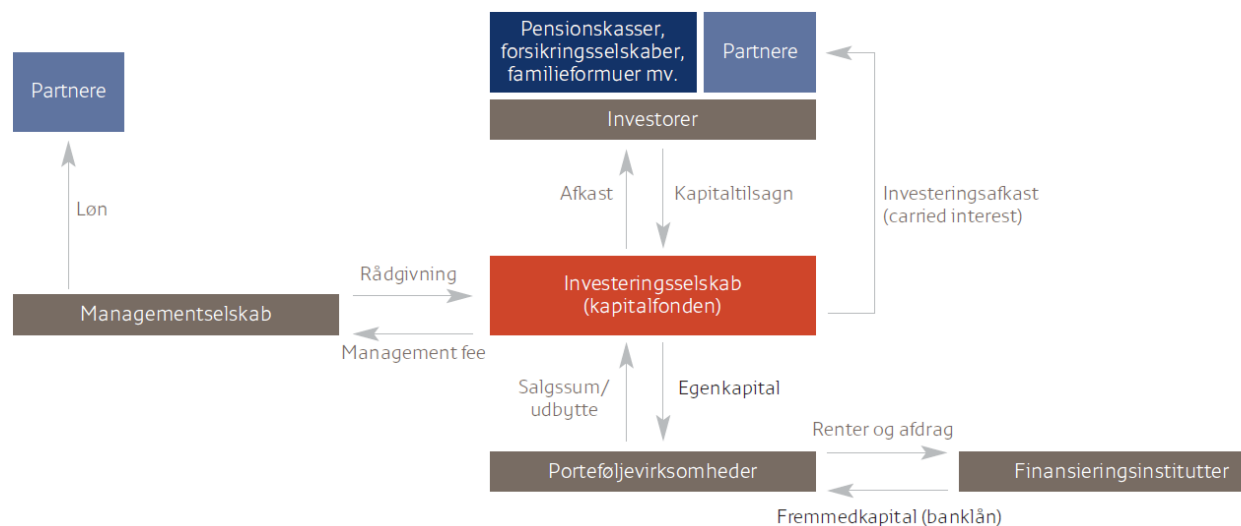
For at kunne besvare ovenstående, er det nødvendigt at opnå kendskab til, hvad gældende ret er inden implementeringen af FAIF-D. Dette vil afsnit to gennemgå. Dernæst vil der i afsnit tre foretages en analyse af DVCA-R, der mellem parterne kan forpligte KF, og derigennem være et supplement til den eksisterende regulering. I afsnit fire foretages en analyse af FAIF-, konkret på hvordan bestemmelserne er udformet, og hvilken betydning det har for opnåelse af FAIF-D's formål. Afsnit fem konkludere på den indvirkning der vil være af implementeringen af FAIF-D's bestemmelser for national ret. Kapitlet ender i afsnit seks med en konklusion på den juridiske problemstilling.

2.2. Kapitalfonde

Begrebet KF vil i dette afsnit blive gennemgået for hhv. den måde KF ofte er struktureret på, og de heraf følgende karakteristika, samt ud fra den måde de efter etablering agerer på. Efterfølgende vil de blive underbygget af en reference, til den indvirkning der vil være fra gældende ret på det pågældende område.

2.2.1 Kapitalfondes konstruktion

KF er ikke som betegnelsen ellers antyder en fond, men et selskab. Selve konstruktionen af KF kan afhænge af hvor i verden den bliver dannet, men oftest tager KF i Danmark form efter en kommanditselskabsstruktur.¹⁰ Kendetegnet for denne struktur er opdelingen af selskabsdeltagerne i to grupper, hhv. komplementaren og kommanditister. Figur 2.1 illustrerer en KF opbygget ved denne konstruktion.



Kilde: DVCA

FIGUR 2.1 Illustration af kapitalfondskonstruktion

KF består af et investeringsselskab etableret af MS og investorerne i fællesskab. Investorerne bidrager med deres kapitaltilsagn og får for dette et afkast. MS bidrager med rådgivning og aflønnes med et management fee, samt udsigt til en bonus, såfremt investeringen overstiger KFI's krav. Denne incitamentsordning fremgår af pilen ved carried interest. Der indskydes dels egenkapital i PS, via investorernes kapitaltilsagn, samt fremmedkapital fra finansieringsinstitutter. Dette muliggør en udbetaling af udbytter samt på sigt en forøget salgssum, som tilsammen danner grundlag for løn og afkast.

¹⁰ Spliid (2007) s. 40

Da denne selskabskonstruktion ikke er klassificeret som et kapitalselskab, jf. selskabsloven (SEL) § 5, stk. 1, nr. 17, er der i teorien tale om et selskab med ubegrænset hæftelse. Denne hæftelse er fordelt mellem de to deltagertyper ved, at kommanditisterne er en form for investorer, der kun hæfter med deres indskudte kapital i selskabet, og komplementaren som er pålagt ubegrænset hæftelse. Denne definition finder hjemmel i lov om visse erhvervsdrivende virksomheder (LEV) § 2, stk. 2, 1. pkt. Når det gælder KF, er det ofte kun i teorien, at der er ubegrænset hæftelse hos komplementaren. Når kommanditselskabsformen anvendes af KF skyldes det, at der er mulighed for at indsætte et kapitalselskab på posten som komplementar. På den måde formår KF at begrænse den ellers ubegrænsede hæftelse i selskabet ved, at den faktiske hæftelse kun udgør komplementarens selskabskapital. Hvor kommanditselskabet under normale omstændigheder havde en ubegrænset hæftelse hos komplementaren, er der nu tale om en hæftelse der kun udgør komplementarselskabets egenkapital, som for anpartsselskaber kan være begrænset til kr. 80.000, og for aktieselskaber kr. 500.000, jf. SEL § 4, stk. 2. KF kan strukturelt kategoriseres som en afart af kommanditselskabsstrukturen, men kontraherende parter bør anse KF som et selskab med begrænset hæftelse. Konsekvenserne af denne begrænsede hæftelse er, at de parter der kunne rette krav mod KF, og derved komplementaren, ikke har lige så stor sikkerhed for at få dækket hele kravet, og derigennem blive påført et tab. For at opveje denne begrænsede hæftelse og de konsekvenser der kan følge heraf for kreditorerne, er kommanditselskabet forpligtet til, at lade sig registrere hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen hvis komplementaren er organiseret ved et selskab, der har begrænset hæftelse jf. LEV § 2, stk. 3. Dette begrundes med, at der ved denne konstellation sker en begrænsning af den personlige hæftelse, der er pålagt komplementaren jf. LEV § 2, stk. 2. Ved kravet om registrering er det muligt for omverden og medkontrahenter, at vurdere selskabets reelle hæftelse.

Kommanditselskabet er endvidere forpligtet til at udfærdige et sæt vedtægter, som skal vedlægges registreringen hos erhvervs og selskabsstyrelsen, jf. LEV § 10, stk. 4. Herudover vil forholdet mellem kommanditisterne og komplementaren ofte være reguleret af en skriftlig kommanditselskabskontrakt. Kontrakten kan indeholde komplementarens forpligtelser overfor selskabet, og den fordeling der er af overskud og underskud i selskabet. Denne kontrakt er udtryk for en inter partes aftale mellem selskabsdeltagerne og følger aftalelovens bestemmelser, og derfor ligeledes aftalefriheden, jf. aftaleloven (AFTL) § 1, 2. pkt.

En anden årsag til, at der for KF's struktur ofte er valgt en afart af kommanditselskabsstrukturen, skyldes den skattemæssige behandling af selskabet. Her er det afgørende, at et kommanditselskab er skattemæssigt transparent. Denne transparens medfører, at det er de bagvedliggende selskabsdeltagere der er skattesubjektet, da kommanditselskabet ikke i sig selv udgør et selvstændigt skattesubjekt, jf. modsætningsvis Selskabsskatteloven (SSL) §1, stk. 1. En fordel herved er, at der ikke er risiko for, at der sker dobbeltbeskatning, da beskatningen nu udelukkende sker hos selskabsdeltageren og her afhænger beskatningen af hvilken type indkomst der er tale om, og hvilken type aktør der er modtager af denne. Et andet afgørende element i selskabsstrukturen omkring KF er, i hvilket omfang de berørte selskaber er skattepligtige til Danmark eller andre lande. Det kan være fordelagtigt for KF at strukturere sig på en sådan måde, at der ikke skal betales dansk skat af gevinster og udlodninger fra PS. Denne skattearbitrage kan opnås ved at placere et holdingselskab i udlandet, og derved sker der transport af midler fra et dansk selskab op til et holdingselskab der er placeret i udlandet, under lavere beskatning end dansk.

Herudover medfører kategoriseringen efter et kommanditselskab, kun i visse tilfælde en forpligtelse til at aflægge årsregnskab. Her er det afgørende igen komplementarens status. Er der tale om et kapitalselskab med begrænset hæftelse vil der, ligesom for anmeldelsen til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, skulle ske aflægges af årsregnskab, jf. årsregnskabsloven (ÅRL) § 3, stk. 1, nr. 2. Der kan dog være undtagelser til denne årsregnskabsaflæggelse, da der nu eksisterer et forhold mellem komplementaren, som et selskab, og kommanditselskabet. Det kan derved være tilstrækkeligt, hvis der indsendes en undtagelseserklæring, jf. ÅRL § 5. Det skal eksempelvis her kunne dokumenteres, at komplementaren påtager sig aflæggelsen af årsregnskabet på kommanditselskabets vegne. Eksempelvis i form af et koncernregnskab, når betingelserne i ÅRL § 5, nr. 1-4 er opfyldt. Kommanditselskabet kan som følge heraf undlade af skulle aflægge årsregnskab. Den selskabsretlige indvirkning på KF er derved begrænset, når der anvendes konstruktionsformen efter kommanditselskabsstrukturen. Der er i et vist omfang tale om et ureguleret område, som kun grundet strukturen med komplementaren som kapitalselskab bliver omfattet af sparsommelig for regulering og indsigt til offentligheden. Reguleringen vil herved være overlagt på MS, der i medfør af deres virke som komplementar, samtidig med at det er struktureret via et kapitalselskab skal aflægge årsregnskab. MS er derfor genstand for regulering i form af ÅRL og SEL's bestemmelser, alt efter hvilken regnskabsklasse og selskabstype der er tale om. Den

information der videregives til samfundet er derved reguleret af dansk ret, og medfører, at et ellers ureguleret område indirekte bliver pålagt at informere offentligheden i et vist omfang.

2.2.1.1 Investorerne

KFI er ofte pensionskasser, forsikringsselskaber og andre større private indskydere, der ønsker en større ejerandel i investeringen end det er muligt gennem aktiemarkedet, men som ej heller er interesseret i selv at være ene eller majoritets ejere, og de heraf nødvendige krav til viden om ledelse af private selskaber i en anden branche end deres egen. Derfor investeres der i KF, der på vegne af pensionskassen eller forsikringsselskabet forestår forvaltningen af den indskudte kapital fra KFI's side. Der er udover den allerede indskudte kapital ofte krav til KFI om, at kunne stille yderligere kapital til rådighed for KF i tilfælde af, at dette skulle blive nødvendigt. Summen af de to betegnes som KFI's kapitaltilsagn. KFI indskyder kapital og giver kapitaltilsagn, fordi de ønsker at opnå en forrentning af deres kapital. Når KFI vælger, at indskyde kapital i en KF frem for i en bank eller via aktiemarkedet skyldes det, at det afkast der ønskes fra investeringen ofte er større end det banken og aktiemarkedet kan levere. Dette skyldes, at der ved KF-investeringer er tale om investeringer, hvor det er formålet med den samlede indskudte kapital at opkøbe selskaber. Når selskaberne er opkøbt er det KF's ønske og forventning, at de kan foretage omstruktureringer i selskabet, som genererer værdi, for så efter en årrække på ofte 3-7 år¹¹ at sælge selskaberne igen. I den periode hvor KF ejer selskabet skal værdien derfor stige, så det er muligt at sælge selskabet dyrere end KF i sin tid købte den. På den måde er der skabt værdi til KFI, i form af den avance der er opnået. KFI forventer et højt afkast på deres investering, dette skyldes at de ligeledes løber en større risiko, da de ved opkøb af selskaber løber risikoen for, at det ikke er muligt at omstrukturere som forventet eller i værste fald at selskabet går konkurs. I sidste tilfælde vil hele den investerede kapital være gået tabt. Den kapital investorerne stiller til rådighed er derfor yderst risikovillig. Risikoen fra KF-investeringer adskiller sig fra risikoen ved investeringer i aktiemarkedet. Her investeres i dele af selskaber, og investorerne påtager sig ikke hele risikoen for selskabet, samtidig med at investeringen kan spredes ud på flere forskellige selskaber, og derved mindske den samlede risiko. KF har i form af kapitaltilsagnet et råderum, der går ud over det oprindelige kapitalindskud, og kan i tilfælde af, at

¹¹ Spliid (2007) side 35

det går skidt for et overtaget selskab, vælge at tilføre flere midler for at bringe investeringen på rette kurs.

2.2.1.2 Managementselskabet

Af selskabsdeltagerne er komplementaren ofte den part, der har en afgørende rolle i KF-strukturen. Komplementaren er som beskrevet ofte et kapitalselskab, men derudover pålægges det også komplementaren at være den aktive part i selskabet, da det hæfter for aktiviteterne i selskabet. Dette følger af bestemmelsen i LEV § 2, stk. 2, 2. pkt. med ordlyden ”*For kommanditselskaber, der er stiftet efter den 1. juni 1996, skal de fuldt ansvarlige deltagere have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser.*” De økonomiske beføjelser er betegnet som andel i overskud eller tab og de forvaltningsmæssige beføjelser går på, at komplementaren har ret til at påtage sig del i den daglige ledelse, eller tildelt vetoret overfor beslutninger, der kan have afgørende betydning for komplementarens hæftelse. For KF er komplementaren derved også udnævnt til, at forvalte den indskudte kapital. I KF-sammenhænge kaldes den aktive part et MS. MS agerer på KF vegne, og er ofte et selskab hvor der er samlet værdifuld viden. Denne viden er afgørende for, hvordan KF vælger at investere den indskudte kapital, herunder hvilke brancher, virksomheder, og omstruktureringer der skal gennemføres. Udover at KFI investerer i KF, så betinges det ofte, at MS’s partnere foretager en investering i KF, så de også fremtræder som kommanditister i denne sammenhæng. Dette fremgår også af figur 2.1 gennemgået tidligere.

I forbindelse med opkøb af PS, skal MS være opmærksom på, at såfremt PS er børsnoteret vil VPHL finde anvendelse, herunder bestemmelserne om overtagelsestilbud i lovens kap. 8. Denne regulering er kun relevant for KF frem til og med opkøbstidspunktet, da det med rimelighed kan forventes, at PS vil blive afnoteret straks efter overtagelse. Efter afnoteringen vil VPHL ikke længere finde anvendelse.

2.2.2 Kapitalfondes ageren

De handlinger som KF står for, bliver som tidligere beskrevet udført af MS, men det er ved etableringen af KF og den herved valgte strategi, der følges i MS's styring af PS'erne. Denne strategi er ofte indskrevet i en aftale mellem selskabsdeltagerne. Det er derved op til KFI og MS at aftale, ud fra hvilke synspunkter der skal investeres, og efterfølgende hvordan disse investeringer skal udføres.

2.2.2.1 *Incitament*

Det er yderst vigtigt for KFI, at kunne være sikker på, at det er deres interesse der i sidste ende bliver ageret ud fra. For at opnå dette, indgås der ofte, som en del af ovenstående aftale, en kompenseringsaftale for MS's forvaltningsopgave. En del af denne kompensering gøres afhængig af resultatet af KF's investering, *carried interest*. Der er her tale om, at der skabes et interessesammenfald mellem MS og investorerne, til at agere i investorernes interesse. Dette sammenfald opstår, idet en forøgelse af investorernes udbytte afspejles i en større compensation til MS's partnere, der personligt har taget del i investeringen med egenindskud. Der er her tale om indgåelse af en incitamentskontrakt mellem MS-partnere og KF. Dette er ligeledes en *inter partes* aftale, hvor der er aftalefrihed mellem parterne, og er som følge heraf ikke pålagt særlige indholdsmæssige bestemmelser eller formkrav.

Som følge af de forvaltningsmæssige beføjelserne der er delegeret til MS gennemgået ovenfor, er det MS der finder relevante PS, investerer i dem med den indskudte kapital, og sikrer KFI's interessevaretagelse ved, at forestå en del af ledelsen i de opkøbte PS. Dette arrangeres ved, at MS, som tidligere beskrevet, besidder værdifuld viden og erfaring inden for selskabsdrift og værdiskabende strukturering. Denne viden overføres til de opkøbte PS, ved at MS bliver en aktiv del af ledelsen af PS, i form af poster i bestyrelsen. Derved foretages ofte en forskydning af interessevaretagelse ned på driftsniveau. Denne forskydning skabes gennem incitamentskontrakter til ledelsen i PS. Her gøres en del af aflønningen af f.eks. direktører, afhængig af selskabets værdiskabelse, på samme måde som tilfældet mellem investorerne i KF og MS.

2.2.2.2 Ledelse

Ud over ovennævnte incitamentsforskydning, påtager MS sig yderligere en vigtig position i ledelsen af PS ved indtrædelse på poster i bestyrelsen. Her er fokus lagt på, at sikre at PS skal være værdiskabende. Dette afspejler sig i KF's afkast, og som følge heraf er det også KFI's interesse der her varetages. På den måde får KFI mulighed for, at der ydes aktivt ejerskab ud fra deres interesse, uden selv at være i besiddelse af viden og resurser til at udføre dette aktive ejerskab. Det aktive ejerskab er en betydningsfuld del af KF-investeringer, da det adskiller sig fra det ejerskab der kan ydes ved investering direkte i f.eks. aktiemarkedet. Det er her muligt for MS at være en del af de beslutninger, der skal føre PS i en mere værdiskabende retning. Efter KF-overtagelsen kommer optimering af kapitalstrukturen særligt i fokus. Dette skyldes de fordele der er ved at overflytte en del af finansiering af aktiverne til fremmedfinansiering. Denne forskydning medfører renteudgifter som er fradragsberettigede, jf. Statsskatteloven (SL) § 6, stk. 1, litra e, og resultere derved i en lavere skattepligtig indkomst hos selskabsdeltagerne. Samtidig vil den forrentning, som KFI forventer af den investerede kapital, være minimeret grundet den nu mindre bundede kapital, da forskydningen ofte resulterer i en kapitalnedsættelse eller udbyttebetaling. Herudover vil fokus ofte være rettet mod, at justere aktiviteterne i PS. Aktiviteterne vil blive vurderet ud fra, om de er værdiskabende for PS, og hvis dette ikke ses opfyldt vil aktiviteten blive frasolgt. Da MS er direkte forbundet med værdiskabelsen for KFI, har det dermed incitament til at træffe de nødvendige beslutninger for, at få selskabet til at skabe mere værdi. Disse to områder sammenholdt med en optimering af interessesammenfaldet mellem ledelse og MS, er vigtige for opnåelse af værdiskabelse efter KF-overtagelsen.

2.2.2.3 Ansvar

MS's ledelse i PS medfører ansvar. Det medfører bl.a. visse forpligtelser for selskabets bestyrelse, at foretage en forskydning af kapitalstrukturen. De er her forpligtede til, at der til alle tider er et forsvarligt kapitalberedskab jf. SEL § 115, stk. 1, nr. 5. Der kan derved ikke ske utilsigtede omlægninger, som medfører at selskabets økonomiske situation bringes i fare. Dette sikres yderligere ved bestemmelserne om tynd kapitalisering, hvor mængden af fremmedkapital er begrænset til at udgøre 80% af selskabets samlede kapital, jf. SSL § 11, stk. 1. Det får betydning for

den mulige gearing i PS, da de ved overskridelse mister retten til rentefradragelse. Derudover er der krav til bestyrelsen om, at iagttage selskabets stilling overfor kreditorer, så udbetaling af udbytte eller anden kapitalafgang fra selskabet ikke sker til skade for kreditorerne, jf. SEL § 179, stk. 2. På området for aflønning af ledelsen er der ligeledes visse krav der skal følges. Det følger af SEL § 138, stk. 1, at der ved aflønning af ledelsesmedlemmer skal ses på selskabets økonomiske stilling. Der må kun ske aflønning der er forsvarligt i forhold til den aflønnedes stilling. Ved indgåelse af incitamentskontrakter skal disse på forhånd være godkendt af generelforsamlingen, jf. SEL § 139, stk. 1, 2. pkt. Det følger ligeledes af SEL § 138, stk. 2, at der ved udbetaling af incitamentsaflønning skal iagttages samme forhold, da selskabets bestyrelse, som tidligere nævnt, er ansvarlig for opretholdelse af et forsvarligt kapitalberedskab i selskabet, jf. SEL § 115, stk. 1, nr. 5. Foruden de nævnte ansvarsbestemmelser er samtlige deltagere af ledelsen ligeledes omfattet af et erstatningsansvar, som følge af uagtsom eller forsætlig tilføjelse af skade på selskabet, jf. SEL § 361, stk. 1. Denne erstatningspligt gælder både overfor selskabet, men også overfor kapitalejere og tredjemand jf. SEL § 361, stk. 1, 2. pkt. Som følge af disse ansvarsbestemmelser der pålægges ledelsen, er der endnu engang skabt sammenfald mellem interesserne hos KFI og ledelsen af PS, hvilket underbygger hvor vigtig et element incitament er i værdiskabelsesprocessen.

Ud over den selskabsretlige påvirkning af KF, grundet deres selskabsstruktur, er der for KF som antydnet ikke megen regulering. De lovregulerede bestemmelser for KF er suppleret af et sæt retningslinjer skabt af branchen selv. Disse DVCA-R er for parterne en aftale der tiltrædes, og følger, som nævnt ovenfor, de almindelige aftaleretlige. DVCA-R får indflydelse på KF, også selvom der ikke er en retlig sanktion forbundet med misligholdelse. DVCA-R er som følge af, at de kategoriseres som en aftale mellem parterne, kun gældende blandt disse, og tredjemand kan derved ikke støtte ret på aftalen. DVCA-R's forpligtigelser for KF vil blive gennemgået i det følgende afsnit 2.3.

2.3 Retningslinjer udstedt af DVCA

Som følge af den øgede bevågenhed på KF og deres indvirkning på samfundet, ønsker DVCA at forbedre det image, der er skabt omkring KF. De vil informere om, hvad der sker når en KF overtager et PS, for derigennem at få afmystificeret den efterfølgende ejerskabsperiode. På baggrund heraf har DVCA udarbejdet en rapport, hvori de præsenterer et sæt retningslinjer for branchen. DVCA-R udstedes dels, som en mulighed for at vise, at der er interesse blandt KF til at opnå større åbenhed, og dels at DVCA får skabt debat om, at målet kan nås gennem selvregulering.¹² For branchen er der mulighed for et imageskifte, fra at være lukket for omverden til at være mere åben.

2.3.1. Analyse af retningslinjernes effekt

DVCA-R er frivillige retningslinjer, men er der tale om en KF, der er medlem af DVCA, er der ved indmeldelsen givet accept til omfattelse af DVCA-R. DVCA-R kan herudover følges frivilligt af alle andre aktører der opererer som KF, men som ikke umiddelbart er omfattet.¹³

2.3.1.1 Formålet

Formålet med indførelsen af DVCA-R er, at imødekomme en øget interesse for åbenhed fra samfundets side. KF er blevet en markant markedsaktør og de ejer selskaber som kan have samfundsmæssig betydning, i form af påvirkning af f.eks. infrastruktur eller beskæftigelsesniveau. KFI er som tidligere nævnt ofte store pensionskasser og forsikringsselskaber, hvis interesse er begrundet i f.eks. pensionsindbetalinger. KFI kan have en interesse i, at der ikke er skepsis i samfundet til KF, som kan afspejle sig i en distanceret holdning til pensionskasserne. Derfor er der lagt vægt på, at DVCA-R skal sikre en kommunikation mellem KF og de beskæftigede i PS, om for eksempel planerne for selskabet og hvordan det vil berøre medarbejderne. Man kan foranlediges til at tro, at det blot er et forsøg på at undgå lovfæstet regulering, og at den egentlige effekt af DVCA-

¹² DVCA rapport:(2008)

¹³ DVCA-R

R vil være illusorisk. Omvendt kan selvregulering være den helt rigtige vej at gå, fordi det lægger op til at selskaberne kan skabe omdømmeeffekter. Heraf kan efterlevelse af DVCA-R blive en selvfølge. For at kunne tage stilling til denne diskussion, er det nødvendigt med en forståelse af, hvilke områder DVCA-R påvirker, og hvilke konsekvenser de har.

2.3.1.2 Retningslinjernes forpligtigelser

DVCA-R kan overordnet opdeles i tre grupper. To hovedgrupper med forpligtigelser for dels KF og dels deres PS, samt en mindre undergruppe med forpligtigelser for DVCA. Kravene til DVCA omfatter udgivelsen af en årlig rapport, samt nedsættelse af en komite, som skal kontrollere at kravene opfyldes. De to hovedgrupper vil i det efterfølgende kort blive analyseret.

KF er forpligtet inden for følgende områder:

- Kommunikation og rapportering
- Indrapportering til DVCA
- Rapportering til Limited Partners
- KF's relation til industrielt netværk
- Krav til kommunikation til omverden og medarbejdere ved KF-overtagelse

PS er forpligtet inden for følgende områder:

- Krav til rapportering og Corporate Governance
- Indrapportering til DVCA

2.3.1.2.1 Krav på kapitalfondsniveau

På KF-niveau er DVCA-R fokuseret omkring offentliggørelse af visse oplysninger til samfundet, for derigennem at skabe mere gennemsigtighed. Dette er løst ved 16 informationskrav til KS's hjemmesider. Her skal de kunne redegøre for i hvilket omfang de følger DVCA-R.¹⁴ Det skal af hjemmesiden fremgå i hvilket omfang der sker efterlevelse ud fra princippet *comply or explain*¹⁵ De

¹⁴ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.2

¹⁵ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.1

skal ligeledes stille information om KF's oprindelse¹⁶ og hvordan den er ledet og organiseret¹⁷. Denne form for videregivelse af information er ikke bebyrdende for KF at efterleve, og der er mulighed for, at de alligevel kan bidrage til større forståelse af KF-ivesteringer. Det skal samtidig understreges, at denne forøgede viden omkring KF kan forbedre deres image, og den vej være fordelagtig for KF. DVCA-R lægger yderligere vægt på, at der skal gives mulighed for at få indsigt i de hhv. MS og PS's årsregnskaber.^{18,19} Heraf skabes der mulighed for at få et indblik i de forhold der knytter leddene i KF-investeringen samme. Da begge omfattede selskaber ofte er kapitalselskaber, vil de allerede være omfattet af årsregnskabsaflæggelse, og der er derfor kun tale om en lettere tilgængelighed grundet DVCA-R.

DVCA-R pålægger samtidig KF at oplyse om, hvilke strategier og metoder der er valgt for udviklingen af PS.²⁰ Dette er et område, der ligeledes kan være med til at afmystificere branchen, og samtidig give samfundet indblik i hvad det egentlig er KF ønsker ændret, for deraf at skabe værdi i det opkøbte selskab. For KF kan efterlevelse ske ved en delvis efterlevelse. Værdien for samfundet afhænger derfor af graden af efterlevelse. Herudover bliver det muligt, at få overblik over hvem der er de bagvedliggende ejere af PS, og der kan heraf ske identifikation af KF i kræft af deres KFI.²¹ Der skal oplyses om hvor stor et kapitaltilsagn der er givet KF.²² Heraf kan udledes den indvirkning på samfundet, som KF kan forventes at have. Kravet er informativt for samfundet, men i og for sig ikke byrdefuldt for KF at efterleve. Der skal ligeledes redegørelse for udviklingen i PS på overordnet niveau.²³ Dette kan give et indtryk af hvor god MS er til at forvalte investeringerne, og derigennem skabe værdi for KF. Oplysningen kan derfor have en effekt på opfattelsen MS, og derigennem have en betydning for et evt. senere engagement. Herudover skal KF oplyse om de investeringen, der er blevet afhændet fordelt på branche, exit-år og køber.²⁴ Her gives information der kan skabe forståelse af KF's investeringsstrategi og tidshorisont.

¹⁶ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.3

¹⁷ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.4

¹⁸ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.5

¹⁹ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.15

²⁰ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.6

²¹ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.10

²² DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.11

²³ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.13

²⁴ DVCA-R, KF-niveau, punkt 1.14

De ovenfor gennemgåede krav om oplysninger på KF's hjemmesider, er suppleret med et krav om, at KF skal indsende yderligere information til et selskab udpeget af DVCA. Denne information skal anvendes til udarbejdelse af en årlige rapport om DVCA-R.

KF skal oplyse DVCA om nøgletal for hvor stort et beløb der er rejst i fonden, samt størrelsen af den tilsagte kapital. Oplysninger om køb og salg af virksomheder i KF og værdien heraf.²⁵ Værdien forbundet med indrapporteringen af denne form for oplysninger til DVCA er, at DVCA kan samle information om de forpligtede KF, og herefter videregive informationen til offentligheden. På den måde er det muligt for omverdenen, at vurdere hvor stor en del af samfundets samlede investeringer, der er administreret gennem KF-investeringer. Herudover har KF forpligtet sig til, at følge standardiserede retningslinjer fra EVCA om videregivelse af information til KFI. Formålet med dette er, at give KFI en reel mulighed for at vurdere deres investering. På baggrund heraf kan KFI afgøre, om investeringen er i overensstemmelse med forventningerne og på den måde vurdere, om der skal geninvesteres i samarbejdet med det pågældende MS.

2.3.1.2.2 Krav på porteføljeselskabsniveau

I DVCA-R er der krav til, at PS skal supplere årsrapporten med forhold omkring udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold²⁶, Corporate Governance²⁷, finansielle og øvrige risici²⁸ samt på forhold omkring medarbejdere²⁹. Af denne videregivelse kan samfundet få større indsigt i hvilke mål der bliver sat for PS, samt om der i kraft af MS ledelse sker indfrielse heraf. Det bliver muligt at få et overblik over ejerskabet og ledelsen af PS, og heraf hvilken retning PS kan forventes af blive forvaltet. Med videregivelse af information på det finansielle område gives samfundet mulighed for, at vurdere de risici PS er eksponeret for. På medarbejderområdet er niveauet for afskedigelser en del af de oplysninger der forpligtes videregivet. Sammenholdt med ovenstående argument med en afsnittende effekt på KFI af KF's ageren, vil en enorm afskedigelse være negativ for KFI.

²⁵ DVCA-R, KF-niveau, punkt 2.1

²⁶ DVCA-R, PS-niveau, punkt 1.1

²⁷ DVCA-R, PS-niveau, punkt 1.2

²⁸ DVCA-R, PS-niveau, punkt 1.3

²⁹ DVCA-R, PS-niveau, punkt 1.4

De ovenfor anførte punkter er områder, som KF i deres ledelse af PS, forventes at have en særlig indvirkning på, som adskiller sig, eller er forventet at adskille sig, fra andre typer af ejerskab.

Herudover forpligter PS sig til, at afgive information på samme niveau som et børsnoteret selskab, selvom der i forbindelse med KF-overtagelsen sker en afnotering af selskabet. Dette krav strækker sig til et år efter overtagelse, hvorfor der i førstkommende halvårs- og årsrapport skal rapporteres på et niveau, som hvis selskabet stadig var børsnoteret.³⁰ Af dette krav forbedres omverdens mulighed for at se, hvordan KF går ind og agere i selskabet kort efter overtagelse. Som et yderligere supplement skal PS også indrapportere visse oplysninger til DVCA. Indrapporteringen omhandler blandt andet omsætning, indtjening, kapitalstruktur, medarbejderomsætning og investeringer i udvikling mm.³¹ Oplysninger skal, sammen med oplysningerne fra KF, sammenfattes af DVCA til information tilgængelig for samfundet.

Det kan ud fra analysen konkluderes, at der er en tendens til, at DVCA-R har informativ værdi for omverden samtidig med, at der er tale om oplysningsforpligtelser, der er forholdsvis overkommelige for KF og PS enten at fremskaffe eller producere. Der er ikke tale om retningslinjer der udstiller KF's investeringsplaner, for de enkelte opkøbsemner, mere end tåleligt for KF. Når dette er konkluderet, er det dog nødvendigt at holde det op overfor KF's incitament til at efterleve DVCA-R. Den omdømmeeffekt der er argumenteret for, er derfor også af værdi for KF og begrænser dermed den byrde DVCA-R ellers er antaget at have.

2.3.2 Anvendelse af retningslinjerne

Effekten af DVCA-R afhænger af, hvordan de bliver håndteret af de forpligtede parter. Retningslinjerne fastsætter en undergrænse for KF, som er forpligtet til at være omfattet af DVCA-R. Undergrænsen betyder, at hvis ikke MS har et kapitaltilsagn på mindst 500 mio. kr., vil de underliggende KF ikke være påkrævet at følge DVCA-R. Det er derved forholdsvis store porteføljer, købt af KF og ledet af MS, som er forpligtet at følge DVCA-R. Ud over at KF er forpligtet af DVCA-R, er PS selvstændigt forpligtet til at lade sig omfatte af DVCA-R, hvis de er

³⁰ DVCA-R, PS-niveau, punkt 2.1

³¹ DVCA-R, PS-niveau, punkt 2.2

kontrolleret af en eller flere, danske såvel som udenlandske KF. Det er her underordnet om KF er underlagt DVCA-R eller ej. Til denne gruppe er der ligeledes en afgrænsning for mindre selskaber, da det kun er selskaber tilhørende regnskabsklasse C og D, jf. ÅRL³², som er underlagt DVCA-R.³³ Det er derfor kun de PS, som i forvejen falder ind under den almindelige lovgivning om rapportering, som også her er omfattet af DVCA-R, og derfor allerede har et højt informationsniveau.

Comply or explain princippet er ligeledes afgørende for hvordan DVCA-R bliver anvendt, og derved deres faktiske effekt. Princippet er det sammen som er gældende for børsnoterede selskaber i forhold til reglerne på corporate governance området.³⁴ Her er princippet kritiseret for ikke at have samme indflydelse som lovhjemlet regulering. Selvom indførelsen af comply or explain giver den forpligtede part mulighed for at vælge sin ageren, som ved al anden regulering, er konsekvenserne her begrænset til kun at omfatte tilfælde, hvor der ikke sker overholdelse af princippet. Dermed sikres der ikke nødvendigvis en overholdelse af selve kravet. Dette skyldes, at parten kan følge princippet, men samtidig vælge ikke at følge kravet, ved at forklare i stedet for at følge. Afgørende for DVCA-R's effekt og formålet med indførelsen af kravene er, hvorvidt kravene til opfyldelse af explain er konkrete nok, så der trods alt bliver skabt information heraf.

DVCA har forpligtet sig til, som følge af DVCA-R, at udforme et årsskrift, hvori de skal offentliggøre de indmeldte nøgletal om KF og redegøre for den overholdelse, der har været i forhold til kravene for de forpligtede parter. På KF-niveau afviger meget få fra at efterleve alle kravene. DVCA oplyser i deres Årsskrift 2009/10, at kun tre punkter af de seksten til hjemmesiden ikke er opfyldt.³⁵ Kravet om, at KF skal give mulighed for at downloade PS's årsregnskaber, evt. via link til det pågældende selskabs egen hjemmeside³⁶, er et krav der for 3 ud af de 8 omfattede KF, ikke bliver opfyldt³⁷. Det er samtidig det krav, som flest KF ikke lever op til. Når der ses på kompleksiteten i opfyldelsen af forpligtigelsen, kan det synes absurd, men at informationen om PS er let tilgængelig, kan have stor betydning for omverden. Derfor kan explain i dette tilfælde være rigtig interessant at få indblik i, men hvis kravet til at opfylde explain er baseret på, at KF kan

³² ÅRL § 7, stk. 2, nr. 2, § 7, stk. 1, nr. 3, jf.

³³ DVCA-R s.11

³⁴ Komitéen for god Selskabsledelse: Anbefalinger for god selskabsledelse (April, 2010) s. 4

³⁵ DVCA's Årsskrift (2009/10) s. 5

³⁶ DVCA-R, KF-niveau, punkt 15

³⁷ DVCA's Årsskrift (2009/10) s. 5

oplyse ”det er KF ikke interesseret i” og på den måde opfylde princippet, synes effekten af være gået tabt. Men for KF er dette ikke altid tilfældet. Det vil ofte kunne have en stor omdømmeeffekt, hvis der er punkter som KF forsøger ikke at oplyse om. På den måde kan en simpel udmeldelse om, at KF ikke opfylder et enkelt krav give anledning til, at der stilles spørgsmålstejn ved KF, og kan derved have en reel omdømmeeffekt. Omdømmeeffekten må derfor ikke bagatelliseres, da den især for KF og deres MS, kan få konsekvenser for KFI’s fremtidige valg af KF.

På PS-niveau har DVCA valgt at tage en stikprøve på 25 ud af 42 selskaber der er forpligtet til at følge DVCA-R, og her testes for, om de lever op til forpligtelserne i DVCA-R. Det må antages, at når der i noten står: ”Procenten angiver, hvor stor en andel af de udvalgte selskaber der opfylder retningslinjerne”³⁸, så er det et udtryk for stikprøvens andel, som har valgt at følge kravene. Ud fra den betragtning ses det i Årsskrift 2009/10, at der kun er et tilfælde hvor færre end 50 % følger kravets anvisning, nemlig vedrørende henvisning til DVCA’s hjemmeside i PS’s ledelsesberetning. Det vil sige, at kun 11 PS ud af 25 giver denne information, men som samtidig må vurderes til ikke at være det mest informative punkt til opfyldelse. Det krav hvor flest opfylder forpligtelsen, er kravet om at redegøre for ejer og kapitalstruktur. Her har 21 af de 25 testede PS stillet den fornødne information til rådighed. Dette sammenholdt med den informationsværdi der er i dette krav for samfundet er det kun rimeligt, at der er en høj opfyldelsesgrad, men den kunne sagtens være større, især når der tages højde for, at der kun er tale om en stikprøve.

2.3.4 Vurdering af retningslinjerne

Overordnet set, må det konkluderes, at der er en rimelig efterlevelse af DVCA-R både på KF- og PS-niveau. Den afledte effekt heraf er afhængig af det oplysningsniveau der er skabt gennem DVCA-R. Hvis dette niveau ikke formår at løfte formålet, kan DVCA-R være nok så fulgte, men effekten udebliver. For DVCA-R vurderes niveauet for den information der videregives til samfundet som værende på et relativt basalt niveau, idet information er fokuseret på konstruktion, involverede parter, og tiltag. Der er ikke krav til en uddybende redegørelse for selskabers anvendte kapitalstruktur og de heraf følgende konsekvenser for samfundet. DVCA-R er fokuseret på videregivelse af information til forståelse af KF-investeringer. Brugeren af de oplysninger der videregives, må derfor selv vurdere hvilken betydning det har for samfundet, og hvad der kan gøres

³⁸ DVCA’s Årsskrift (2009/10) s. 6

for at afværge de negative indvirkninger. Denne type af information er ikke begrænsende for KF's ageren, men kan karakteriseres ved pålæggelse af administrative forpligtigelser på parterne. Den skabte information er til trods for dette alligevel brugbar for samfundet, så længe det haves for øje, at de til dels er skabt af KF selv gennem DVCA, og der heraf må forventes en skævhed. Den information der skabes må derfor ses som værende oplysninger der ønskes videregivet, og i visse tilfælde er information, der kan gavne KF at videregive. Denne effekt skal ses overfor formålet. Formålet med DVCA-R er at skabe gennemsigtighed. Da DVCA-R stiller krav til videregivelse af information om den måde der ageres på ved KF-investeringer og kun meget begrænset stiller krav til en egentlig ændring af ageren, vurderes en opnåelse af dette formålet, at være begrænset. Formålet om skabelse af større gennemsigtighed for KF-investeringer vurderes opfyldt i den udstrækning, at de forpligtede parter har dette som fokus ved efterlevelsen af DVCA-R. Dette er et væsentligt aspekt i forhold til DVCA-R's værdi, da denne afhænger af den efterlevelse der vælges af KF, og hvilken delagtighed der benyttes ved uformning af forklaringen. Hvis der ikke eksisterer dette fokus på gennemsigtighed, vil DVCA-R ikke skabe samme værdi, og sammenholdt med det frivillige aspekt vil det ikke kunne sanktioneres. Det kan derved konkluderes, at værdien af DVCA-R afhænger af KF's incitament til at efterleve med fokus på gennemsigtighed, for deraf at blive belønnet med en positiv omdømmeeffekt.

2.4 FAIF Direktivet

Den 11. november 2010, resulterede de mange politiske diskussioner mellem Parlamentet og Rådet i en endelig vedtagelse af direktivforslagets³⁹ ordlyd. Herefter er der kun formaliteter såsom korrekturlæsning og sammenligning af oversættelser, der adskiller direktivforslaget fra at blive et endegyldigt vedtaget direktiv på EU-retligt plan.

2.4.1. Formålet

Formålet med FAIF-D følger af præambelen. Her har de lovgivende parter anført ud fra hvilke betragtninger FAIF-D skal forstås, og hvilke mål der ønskes opnået gennem FAIF-D. Det fremgår af punkt to i præamblen, at FAIF-D's mål er at skabe et fælles sæt forpligtelser, der skal søge at strukturere autorisation og kontrol af MS, for derigennem at sikre en ensartet varetagelse af den risiko, der kan være relateret til forvaltningen af AIF. Formålet tager også højde for, at det er nødvendigt at denne regulering bliver skabt på europæisk plan, for at der kan skabes denne ensartethed, som ikke er muligt at opnå på nationalt niveau, hvilket følger af punkt 51 i præamblen. Hele FAIF-D hviler derfor på en forforståelse af, at der er en negativ indvirkning på markedet, som følge af forvaltningen af AIF'er, jf. punkt 1 i præamblen. Målet med reguleringen er, at gribe ind og regulere forvaltningen af AIF, så påvirkningen af investorer og markeder bliver kontrolleret, for derigennem at kunne minimere den negative påvirkning.

2.4.2 Analyse af direktivets bestemmelser

Analysen vil i hovedtræk blive gennemført i seks afsnit efter en opdeling af FAIF-D i følgende områder:

1. Generelle bestemmelser
2. Tildeling af autorisation

³⁹ Vedtaget kompromistekst d. 11. nov. 2010 - efterfølgende henvist til som "FAIF-D"

3. Krav til forvaltningen af KF
4. Krav til gennemsigtighed
5. Krav til forvaltningen af særlige typer af AIF
6. Markedsføringen af KF

I hvert afsnit vil bestemmelserne i FAIF-D blive gennemgået med de virkninger der følger heraf.

2.4.2.1 Generelle bestemmelser

Det første kapitel i FAIF-D indeholder generelle bestemmelser for gennemførelsen af FAIF-D's formål. Her fastsættes hvad og hvem der er genstand for regulering gennem FAIF-D. FAIF-D vedrører AIF, og omfatter dermed en række meget forskelligartede investeringsaktører, herunder bl.a. KF og hedgefonde. Dette vil som udgangspunkt betyde, at FAIF-D finder anvendelse på alle investeringsfonde, som ikke er omfattet af UCITS-direktivet⁴⁰.

Art. 1 slår fast, at FAIF-D regulerer FAIF i deres forvaltning og markedsføring af AIF på områder inden for autorisation, den løbende drift af AIF og gennemsigtighed. FAIF-D stiller altså ikke direkte krav til KF men fokuserer på MS. Herudover fastlægges det, at de omfattede parter af FAIF-D er alle EU-FAIF, og alle ikke EU-FAIF, som forvalter et EU-AIF, eller markedsfører et hvilket som helst AIF i EU. På den måde er alle AIF, som agerer på det europæiske marked, omfattet af regulering på MS-niveau, jf. art. 2. Dette gælder ligegyldigt hvilken juridisk struktur MS har, jf. art. 2, stk. 1, litra c. Det følger yderligere af art. 2 i stk. 2, hvem der ikke er omfattet af FAIF-D, bl.a. er holdingselskaber undtaget, jf. art. 2, stk. 2, litra a. Dog kun i det omfang det ikke medfører, at MS bliver undtaget, jf. præambelens 6. punkt.

FAIF-D definerer MS som en juridisk enhed, der som minimum varetager en KF's risikostyring og investeringsforvaltning, jf. FAIF-D art. 3, stk. 1, litra x, jf. bilag I, pkt. 1(a) og 1(b). MS kan forvalte flere KF, men en KF kan kun have et MS, jf. FAIF-D art. 3a, stk. 1.

⁴⁰ UCITS-direktivet (2009/65/EC), finder anvendelse på investeringsforeninger, jf. art. 2, stk. 2.

Forvaltere der egentlig er omfattet af FAIF-D's forpligtelser, kan alligevel være undtaget såfremt forvalterens portefølje af KF, ikke har et kapitaltilsagn på mere end 100 mio. EUR. eller, at de kapitaltilsagn der er i de forvaltede KF ikke er større end 500 mio. EUR, hvis der er tale om et ikke gearret KF, jf. art. 2a, stk. 2. Disse tærskelværdier sætter dermed en nedre grænse for hvilke forvaltere og dermed indirekte hvilke KF, der er omfattet af FAIF-D. Ses der på kapitaltilsagnet for de KF, som er medlem af DVCA, har langt over halvdelen et kapitaltilsagn væsentligt over den fastsatte tærskelværdi for gearede KF⁴¹, og deres MS vil derfor umiddelbart være forpligtede til at følge FAIF-D's bestemmelser.

FAIF-D fastslår ligeledes, at den ansvarlige forvalter er forpligtet til at følge FAIF-D's bestemmelser. Misligholdes denne forpligtigelse, skal den autoriserede myndighed i hjemstaten kræve, at situationen bliver afhjulpet. Sker dette ikke, kræves det at forvalteren træder tilbage, og derved ikke længere forvalter KF. KF har derved ikke længere nogen forvalter, som påkrævet, jf. FAIF-D art. 3a, stk. 1. På den måde sikres det, at alle forvaltere skal leve op til FAIF-D's bestemmelser. Som følge heraf opnås ens regulering af alle KF og FAIF der agere på det europæiske marked.

2.4.2.2. Tildeling af autorisation

Et MS skal være autoriseret ud fra FAIF-D's bestemmelser, før det må påtage sig forvaltningsopgaver for en eller flere KF, jf. art. 6, stk. 1. For at opnå en autorisation kræves det, at den tildelende myndighed modtager en række oplysninger. Disse skal være i form af oplysninger om forvalteren selv, jf. FAIF-D art. 5, stk. 2, om dennes struktur og organisering, men også på KF-niveau, jf. FAIF-D art. 5, stk. 3, litra a. Her skal der indsendes oplysninger om konstruktion, anvendte politikker, herunder anvendelsen af fremmedkapital og KF's risikoprofil, jf. FAIF-D art. 5, stk. 3, litra a. På den måde skabes der information til offentligheden⁴² om, hvilke typer af KF der eksisterer, hvilke strategier de benytter og oplysninger om forvalteren. Der skal yderligere, for

⁴¹ DVCA rapport (2008) s. 99ff. Det ses af rapporten, at der er 18 af KF der oplyser deres kapital under forvaltning, og heraf er der kun 5 KF der ligger lige på eller under grænsen for at være omfattet. Dvs. de resterende 13 KF vil være omfattet af FAIF-D, med de oplysninger der følger af rapporten udarbejdet i 2008.

⁴² Sikres gennem direktivets art. 6, stk. 5 der forpligter den tildelende myndighed at indmelde hvilke autorisationer der er givet og taget tilbage til ESMA, som er forpligtet til at foretage registrering af oplysningerne i et offentligt register.

tildeling af autorisation ved ekstern udnævnelse af MS, være en mindste kapital i selskabet på 125.000 EUR, jf. FAIF-D art. 6a, stk. 2. Hvis der ikke er udnævnt ekstern forvalter, men KF selv varetager forvaltningen, skal der i KF være en mindstekapital på 300.000 EUR, jf. FAIF-D art. 6a, stk. 3. Hvis der ved ekstern forvalter er en forvaltet kapital på mere end 250 mio. EUR, skal der yderligere indskydes 0,02 % af det overstegne beløb ind i selskabet som mindstekapital. Mindstekapitalen kan dog ikke overstige et maksimum på 10 mio. EUR, jf. FAIF-D art. 6a, stk. 3. Hensigten med bestemmelsen er, at opnå en sikkerhed hos MS, således at investorer og andre kan rette krav mod forvalteren af en KF, for de forpligtelser der følger af den forvaltning MS yder. Dermed skabes der større sikkerhed for, at en forvalter af en KF, der ledes risikobetonet, også er i stand til at løfte en eventuel forpligtigelse.⁴³

MS skal løbende opfylde alle forpligtelserne for tildeling af autorisation, ellers har den kompetente myndighed pligt til at trække autorisationen tilbage, jf. FAIF-D art. 8, stk. 1, litra c. Det er på den måde ikke nok, at MS opfylder forpligtelserne på tildelingstidspunktet. Der skal løbende føres kontrol med, at alle de krav FAIF-D stiller, er overholdt. Der vil herved ikke kunne ske forvaltning af KF, hvis MS vælger ikke at følge forpligtelserne der følger af FAIF-D, da dette medfører risiko for fratagelse af autorisationen, jf. FAIF-D art. 8.

Samlet set, er indvirkningen af de ovenfor gennemgåede bestemmelser, at der kan føres kontrol med forvaltningen af de ellers lukkede KF.

2.4.2.3 Krav til forvaltningen af kapitalfonde

FAIF-D fastsætter bestemmelser for, hvilke forpligtelser MS har for dets drift af hhv. den forvaltede kapital på vegne af KFI, og i ledelsen af de opkøbte PS. Herved opnås der klarhed om, hvilke parter interesser MS skal varetage, i forvaltningen af KF's investeringer. Fokus ligger her særligt på varetagelsen af KFI interesser, samtidig med, at det skal være muligt at opretholde markedsintegritet, jf. FAIF-D art. 9. MS er herved forpligtet til at handle ærligt og redeligt overfor KF. Muligheden for at kunne udnytte den forvaltede kapital til MS's egen nytte er her frataget, medmindre det samtidig er i investorernes interesse, og at der ikke samtidig sker krænkelse af

⁴³ Dette synspunkt er fremhævet i præambelens punkt 11 til FAIF-D

markedets funktionalitet og opretholdelse. Der må ej heller ske en forfordeling af nogle KFI frem for andre, medmindre det tydeligt fremgår af fondsbestemmelserne eller vedtægterne for KF.

Under driften af MS er der ligeledes krav til, hvordan der sker tildeling af vederlag i forbindelse med forvaltningsaktiviteten, jf. FAIF-D art. 9a. Her lægges der vægt på, at der skal være en politik for vederlag til de medarbejdere, herunder øverste ledelse mfl., hvis erhvervsmæssige aktivitet har væsentlig indflydelse på den forvaltede KF's risikoprofil. Herved er MS forpligtet til, at forvalte disse parametre effektivt og ansvarligt, i forhold til den kendte risikoprofil, som KF har givet udtryk for at ville acceptere. Her stræbes der ligeledes efter, at forvaltningen foretages i overensstemmelse med de interesser som MS skal varetage. Aflønningspolitikken i MS skal følge en række principper, der skal fremme effektiv risikostyring. Disse principper indebærer bl.a. et loft over mængden af det variable vederlag, et krav om at mindst 50 % af det variable vederlag skal udbetales i form af ejerandele i den pågældende KF, samt en udskydelse af tidspunktet for udbetaling af variabelt vederlag, jf. FAIF-D art. 9a, jf. bilag II. Med disse bestemmelser går FAIF-D direkte ind og påvirker den måde hvorpå MS kan benytte sig af incitamentsaflønning. Formålet er her, at der skabes klare retningslinjer for, hvordan der forsvarligt kan skabes interessesammenfald, hvor både risikoen forbundet med denne og de afledte effekter i værdiskabelsen er koblet sammen. Denne forsvarlige anvendelse af incitamentsaflønning skal ligeledes ske ved udarbejdelse af kontrakter for carried interest.⁴⁴ Derved tages der fat på det interessesammenfald, der er forsøgt skabt gennem aflønningen. Samtidig bliver det oplyst til KFI, hvordan de mulige interessekonflikter, der kan opstå pga. MS's varetagelse af investeringerne, bliver håndteret. Interessesammenfaldet søges typisk opnået igennem incitamentskontrakter med variabel aflønning. FAIF-D kræver, at den variable aflønning skal tilpasses investorernes risikoprofil, således at der ikke internt i MS kan ske en forvriddning af interessesammenfaldet.⁴⁵

Udover aflønningspolitikken er der yderligere krav til MS for håndtering af interessekonflikter, som skal varetage de funktioner som MS foretager i forvaltningen af KF, jf. FAIF-D art. 10. Heri vil der opstå situationer, hvor der kan være modsatrettede interesser mellem FAIF, KF og KFI. Her er MS forpligtet til, at identificere disse mulige konflikter og redegøre for hvordan de søges løst eller kontrolleret. På den måde skabes der øget sikkerhed for, at det er KFI's interesser, som varetages.

⁴⁴ FAIF-D Bilag II, stk. 2 jf. art. 9a, stk. 1, 2. pkt.

⁴⁵ FAIF-D Bilag 2, stk. 1, litra b jf. art. 9a, stk. 1, 2. pkt.

Yderligere for at sikre, at MS foretager en korrekt varetagelse af investeringerne, er der stillet en række krav til risikostyring, jf. FAIF-D art. 11. I bestemmelsen er der indsat regler for implementering af risikostyringssystemer, jf. FAIF-D art. 11, stk. 2, samt om redegørelsen for det rette match mellem den tilsigtede investeringsrisiko og den risikoprofil, der er tegnet for KF, jf. FAIF-D art. 11, stk. 3. Det er ligeledes pålagt MS at beregne et maksimum for hvor meget fremmedfinansiering, der må benyttes i forvaltningen af de forskellige KF. En såkaldt gælds begrænsning, jf. FAIF-D art. 11, stk. 4. Hvis der ved overtagelsen af et PS er anvendt gældsfinansiering, skal der udarbejdes en konkret varetagelsesprocedure for overvågning af den indvirkning på risikoen i fællesskabet, som kan følge heraf.⁴⁶ Derfor pålægges det MS, ud over den egentlige varetagelse af risikoeksponeringen, ligeledes at føre kontrol med, at der for hver investering er et match mellem den likviditet der er, og den risikoprofil MS har forpligtet sig til at gennemføre for KF, jf. FAIF-D art. 12, stk. 2.

Gennem de ovenfor gennemgåede bestemmelser, er det muligt at pålægge MS krav til den forvaltning der ydes. I dette afsnit har fokus været rettet mod interessevaretagelse. Når der fra MS's side skal handles i overensstemmelse med KFI's interesse, er det ud fra den forudsætning, at de var vidende om den strategi der er lagt for KF, og dennes investeringer. MS skal varetage denne interesse i udøvelsen af forvaltningen, og kun foretage opkøb og omstrukturering i overensstemmelse med den af KF ønskede risikoprofil.

2.4.2.4 Krav til gennemsigtighed

FAIF-D fastsætter også bestemmelser der pålægger MS, visse krav der skal forøge gennemsigtigheden for den forvaltning der ydes. Et eksempel på øget gennemsigtighed som følge af FAIF-D, er kravene til MS om at udarbejde en årsrapport for hver KF under forvaltning, jf. FAIF-D art. 19, stk. 1. Kravene til rapporteringen er inddelt i a) en balanceopgørelse eller en redegørelse for aktiver og forpligtigelser, b) en opgørelse over indtægter og udgifter for året, c) aktiviteter i årets løb, d) ændringer til oplysninger krævet i medfør af art. 23, e) total opgørelse over aflønning opdelt på variabel- og fast løn udbetalt af forvalteren, og når relevant, en opgørelse over carried interest betalt af KF, og f) opgørelse over aftalt vederlag til den øverste ledelse og andre ansatte der i kraft

⁴⁶ Dette følger af hensynet i punkt 15r i præamblen til FAIF-D

af deres arbejde har en væsentlig indflydelse på risikoprofilen for KF, jf. FAIF-D art. 19, stk. 2. Rapporteringen, samlet i regnskabet, er pålagt revidering af en person autoriseret hertil, jf. FAIF-D art. 19, stk. 3. På den måde bliver der videregivet information til samfundet på områder, som har stor betydning for forståelse af konstruktionen og udførelsen af investeringerne i KF.

Ud over rapportering til offentligheden, efter MS har engageret sig i KF, skal der videregives information til KFI allerede inden de indtræder som investorer. De skal på den baggrund kunne træffe deres beslutning om investering på et oplyst grundlag om, i hvilket omfang og i hvilken retning forvaltningen vil blive varetaget fra MS's side. Derfor indeholder FAIF-D i art. 20, stk. 1, litra a en forpligtigelse for MS til, at videregive information om bl.a. hvilke typer af fremmedfinansiering der anvendes og i hvilket omfang, for derved at kunne redegøre for den risiko det medfører. Der skal bl.a. redegøres for hvordan MS har valgt at følge kravet om dækning af erstatningskrav, som følge af faglig uansvarlighed fra MS's side, jf. FAIF-D art. 20, stk. 5. På baggrund af alle bestemmelserne i FAIF-D art. 20 vil KFI kunne vurdere den risiko de løber ved at investere i KF. Samtidig skal det være muligt løbende for KFI at vurdere deres investering, hvorfor MS er forpligtet til periodisk at give information til KFI, om bl.a. udviklingen i gældsoptagelsen, og dennes indvirkning på risikoprofilen, og hvordan der føres kontrol med den optagede risiko, jf. FAIF-D art. 20, stk. 5.

Ud over de oplysninger der gives til offentligheden i form af den udarbejdede årsrapport, er MS forpligtet til at videregive specifik information til den autoriserede myndighed, jf. FAIF-D art. 21, stk. 1. Hvordan MS varetager den risiko investeringerne medfører, og hvordan risikoen søges minimeret, jf. FAIF-D art. 21, stk. 2. Den autoriserede myndighed kan både på ad-hoc basis eller periodisk kræve, at MS afgiver information, jf. FAIF-D art. 21, stk. 5. På den måde skabes der grobund for en øget kontrol med den risiko, der kan komme fra de aktiviteter MS igangsætter, og derigennem vurdere indvirkningen herfra på samfundet.

På baggrund af den i de foregående bestemmelser skabte information til omverden, er det muligt for hhv. KFI, samfund, medarbejdere mfl. at vurdere effekterne af KF. Følgerne for KF og MS, på baggrund af de gennemgåede bestemmelser, er af stor administrativ karakter. Det vil formentlig ikke være bebyrdende for KF at offentliggøre de omtalte oplysninger, til f.eks. KFI, men

indsamlingen, udarbejdelsen og vedligeholdelsen af information kan være administrativt krævende. Som følge heraf kan det påføre KF forøgede administrative omkostninger.

2.4.2.5 Krav til forvaltningen af særlige typer af alternative investeringsfonde

På baggrund af den indsendte information, pålægges det den kompetente myndighed at vurdere, hvorvidt der sker en ændring i tendensen for brugen af fremmedfinansiering, jf. FAIF-D art. 25, stk. 1. Både i form af den direkte indvirkning, som kan være i form af påvirkning af det marked der opereres på, hvormed der kan skabes risiko for den langsigtede vækst i økonomien, men også indvirkningen på den systemiske risiko på det finansielle marked. Der gives yderligere medlemsstaterne mulighed for at gribe ind overfor utilsigtet brug af gearing, når det vurderes nødvendigt med en begrænsning i brugen af gæld, for på den måde at begrænse det omfang af systemisk risiko som kan følge, jf. FAIF-D art. 25, stk. 3.

Udover de bestemmelser i FAIF-D som allerede er gennemgået, stiller FAIF-D yderligere krav til de FAIF, der på vegne af KF besidder eller opnår kontrol over et ikke listet PS. Det følger heraf, at FAIF skal oplyse, så snart følgende tærskelværdier er overtrådt både i opad- og nedadgående retning: 10 %, 20 %, 30 %, 50 % og 75 %, jf. FAIF-D art. 27, stk. 1. Når der opnås disse besiddelser, skal der ligeledes gives information det erhvervede PS. Her er der krav til, at bestyrelsen skal informere medarbejderne om KF's opnåede ejerskabsandel, jf. FAIF-D art. 27, stk. 3. Kravene i disse bestemmelser er til for at kunne føre kontrol med, om de forvaltere der opnår kontrol med et ikke listet PS, følger kravene i art. 28. Her er det et krav, at MS skal videregive oplysninger om a) identiteten af MS, b) en politik for hvordan interessekonflikter mellem MS, KF og det overtagne selskab bliver varetaget, samt hvordan det sikres at alle aftaler mellem parterne kommer til at foregå på armslængde-vilkår, og c) redegøre for en politik for hvordan den interne og eksterne kommunikation, specielt i forhold til medarbejdere, vil blive håndteret, jf. FAIF-D art. 28, stk. 1, litra a. Denne information skal stilles til rådighed for, I) det overtagede PS, II) de andre ejere af selskabet, og III) den kompetente myndighed, jf. FAIF-D art. 28, stk. 1. Ud over denne information skal MS ligeledes redegøre for, hvordan overtagelsen er finansieret til både KFI og den kompetente myndighed, jf. FAIF-D art. 28, stk. 4.

Som supplement til de ovenfor gennemgåede informationskrav stilles der, som følge af erhvervelsen af kontrol med et ikke listet selskab, yderligere krav til rapporteringen i årsrapporten foretaget af MS, for hver forvaltet KF. FAIF-D kræver, at der i den udarbejdede årsrapport skal medtages information om, hvordan udviklingen i de underliggende PS har været siden seneste rapportering, eksempelvis hvorvidt der har været nogle særlige begivenheder i de underliggende PS, jf. FAIF-D art. 29, stk. 2. På samme måde pålægges erhververen af kontrol over et ikke listet selskab, begrænsninger i form af udtræk af værdi fra selskabet, de i af FAIF-D nævnte asset stripping regler, jf. FAIF-D art. 29a. Det følger af disse bestemmelser i FAIF-D art. 29a, stk. 1, at der ikke er mulighed for at trække værdier ud af selskabet til kapitalnedsættelser, udbyttebetalinger og lignende inden for de første 24 måneder efter overtagelse. På den måde sikres det, at der ikke sker overtagelse af selskaber med det ene formål, at udtrække værdier. Bestemmelserne medfører, at der kan ske begrænsninger i tilpasningen af kapitalstrukturen i det overtagne PS, hvormed de kan have en indvirkning på MS's mulighed for, at forvalte investeringen i overensstemmelse med den fastsatte investeringsstrategi fra KF's side.

2.4.2.6 Markedsføring af kapitalfonde

Det følger af FAIF-D kapital 6, at der er visse krav der skal opfyldes, før der kan ske markedsføring af KF. Kapitlet er underinddelt i hhv. markedsføring i den pågældende forvalters egen medlemsstat i art. 31, og i art. 34 redegøres der for muligheden for at markedsføre K i andre medlemsstater, end der hvor forvalteren er hjemhørende. Før der frit kan ske markedsføring i egen eller anden medlemsstat, skal betingelserne i hhv. bilag III A og B være opfyldt. Det følger af begge bilag, at der skal ske indmeldelse af de oplysninger, der er omfattet af art. 20, stk. 1. Det følger heraf, at der skal gives de samme oplysninger ved markedsføring, som der kræves afgivet til mulige KFI, jf. art. 20, stk. 1, litra a til p. Det følger af bestemmelserne, at der også her er krav om, at oplysningerne fra forvalteren skal holdes ved lige, for ikke herved at miste retten til at udøve markedsføring på de pågældende områder. På den måde vil der konstant være et krav til forvalterne om, at ajourføre oplysningerne for ikke at miste tilladelsen til fortsat markedsføring. De ovenfor gennemgåede bestemmelser gælder på området for markedsføring til professionelle investorer, jf. FAIF-D art. 31, stk. 6. Er der tale om markedsføring til private, skal bestemmelserne i national ret følges, og der er

her mulighed for at pålægge strengere krav, end dem omfattet af FAIF-D, dog kun i det omfang de anvendes uden diskrimination af frihedsprincipperne i EU-retten, jf. FAIF-D art. 35j.

Som følge af disse bestemmelser vil der ligeledes pålægges MS en forøget administrationsbyrde. Denne byrde skal holdes op i mod de gevinster der vil være for samfundet i og med at der skabes mere åbenhed, samt at KFI bliver bekendt med MS før investeringen foretages.

2.4.3 Sanktionsmulighederne

For at kunne vurdere den egentlige effekt af FAIF-D, er det afgørende hvilke sanktionsmuligheder der er indarbejdet i FAIF-D. Det er i afsnit 2.5.2.1 gennemgået at art. 8 indeholder mulighed for den kompetente myndighed i medlemsstaten at trække autorisationer tilbage. Når der her er fokus på de sanktioner, der kan anvendes overfor FAIF, er det pga. den sammenhæng der er med tildeling af autorisationen, behovet for autorisationen, og derefter risikoen for at få trukket en autorisation tilbage og de heraf følgende konsekvenser. Det følger af art. 8, stk. 1, litra c, at forvalteren kan miste sin autorisation, hvis der ikke længere sker opfyldelse af de forpligtelser, der i udgangspunktet gav retten til autorisation. Her henledes opmærksomheden specielt på bestemmelserne i art. 6, stk. 1. litra a - e. Eksempelvis kapitalkravet til FAIF der er uddybet i art. 6a – hvis dette ikke længere er opfyldt, kan autorisationen trækkes tilbage. Det følger af art. 4, stk. 1, at ingen må påtage sig forvalterrollen som MS, medmindre de opfylder de forpligtelser der følger af FAIF-D. Dette medfører, at hvis et MS får trukket sin autorisation tilbage, så er det ikke længere berettiget til at yde forvaltningsvirksomhed overfor KF. Dette efterlader KF overfor, enten at finde et andet MS eller selv påtage sig forvaltningsopgaven. Dette følger af, at FAIF's art. 3a, stk. 1, litra a og b giver mulighed for, at denne forvaltningsrolle enten kan være placeret intern eller ekstern. Har KF mulighed for at udpege en intern forvalter, er det KF selv, der skal opfylde alle forpligtelser, der pålægges forvalterrollen i medfør af FAIF-D. En fratagelse af MS autorisation kan dermed som yderste konsekvens medføre ophør af KF's eksistens, såfremt de ikke kan anvende en af ovenstående løsninger.

2.4.4 Vurdering af direktivet

Ud fra ovenstående analyse af bestemmelserne i FAIF-D kan det konkluderes, at det pålægges FAIF at opfylde en række forpligtigelser. Forpligtelserne er meget forskellige, men går alle efter at realisere formålet om at søge en ensartet varetagelse af risiko på KF-markedet. Da den risiko der søges varetaget kan skabes på flere led i KF-investeringerne, er det nødvendigt at FAIF-D's forpligtigelser ligeledes formår at identificere disse, samt målrette reguleringen hertil. Det fokus der er lagt på gennemsigtighed, fremhæver nødvendigheden for øget information om KF-investeringerne til markedet, da denne faktor er afgørende for en egentlig varetagelse af risikoen. Bestemmelsen om, at MS er den forpligtede part på KF's vegne, er væsentlig for alle FAIF-D's forpligtigelser. Hvis ikke MS kan blive ansvarlig for KF's ageren, vil regulering der forsøger at ændre på denne ageren ikke kunne følge formålet. Dette, samt behovet for fælles regulering, er søgt opnået gennem autorisationssystemet. Her fratages ikke-autoriserende MS muligheden for at yde forvaltning af en KF. Når dette kobles sammen med kravet om, at en KF skal forvaltes enten intern eller eksternt, og at internt forvaltning blot resultere i, at FAIF-D's forpligtelser påhviler KF selv, kan der hverken ske markedsføring eller forvaltning af KF, som ikke bliver reguleret af FAIF-D's bestemmelser. Et yderligere fokus for bestemmelserne er den interessekonflikt der kan være mellem MS og KFI. Det er nødvendigt at kunne vurdere, den sammensætning der er af incitamenter til MS for, at det er muligt at forvalte investeringen ud fra KFI's interesse. Dette er søgt varetaget af KF-markedet selv ved, at søge at alliere interesserne mellem de to parter gennem incitamentskontrakter. Men FAIF-D søger yderligere at regulere dette område ved, at der stilles specifikke krav til skabelse af dette interessesammenfald. Overordnet skal aflønning være forenelig med den risikoprofil, der er aftalt for KF-investeringen. For at sikre en ensartede risikoprofil blandt KFI, er det krævet at der allerede inden investering, afgives information om den ledelse MS forpligter sig til at yde. Den information der skabes her, er i første led til gavn for KFI, men yderligere til gavn for samfundet som helhed. Risikoen for fejlagtig risikovurdering nedbringes derved af kravet om KFI's accept af risikoprofil, til fordel for samfundet.

Det at MS pålægges at indskyde en mindste kapital i forbindelse med stiftelsen af MS, begrænser yderligere den risiko der i sidste ende kan overføres til samfundet. Dette skyldes, at tab bliver båret af andre markedsaktører, og derved begrænses en spredning af risiko fra KF og ud til hele markedet – den såkaldte systemiske risiko. Dette sammenholdet med kravet om et fastsat gearingsniveau for

KF-investeringerne, giver både investorer og indskydere af fremmedkapital bedre mulighed for vurdering af den risiko der er forbundet med KF-investeringen. Der skabes derved også større gennemsigtighed, som i sidste ende kan være afgørende for en begrænsning af den risiko der eventuelt er for samfundet.

Samlet set vurderes FAIF-D at identificere de områder der har behov for indgreb, idet der mellem parterne kan være et behov for lettere tilgængelig viden omkring KF-investeringerne, og dette søges opnået gennem bestemmelser om videregivelse af information. Ligeledes rettes bestemmelserne mod risikohåndtering samt et fokus på interessevaretagelse, da dette er afgørende for den faktiske forvaltning af KF-investeringerne. Den del af reguleringen der er målrettet det egentlige MS, fokuserer ikke kun på oplysningskrav, men går videre, og fokuserer også på hvordan MS agerer, for at kunne påvirke MS's handlinger. Hvor bestemmelserne der søger øget gennemsigtighed, kan have administrative konsekvenser, vil gennemførelsen af bestemmelser, der begrænser den egentlig ageren begrænse muligheden for strategiske tiltag, og kan deraf være stærkt bebyrdende for KF-investeringer.

2.5 Gældende ret efter implementering af FAIF-direktivet

Der er tale om et minimumsdirektiv der skal gennemføres i dansk ret. Dette vil medføre en tilpasning og udvidelse af allerede gældende regulering. Det er her interessant at vurdere i hvilket omfang der er tale om implementeringen af hensyn, som allerede eksisterer i gældende ret for KF-området, samt identificere hvilke hensyn der tilfører nyt til gældende ret. Det er ud fra denne vinkel at nærværende afsnit vil skabe et overblik over indvirkningen fra FAIF-D på gældende ret:

1. FAIF-D's tilpasning af allerede eksisterende hensyn i gældende ret
2. Tilføjelse af nye hensyn og derigennem ændre gældende ret.
3. De områder hvor eksisterende gældende ret påvirker KF-investeringerne, men hvor FAIF-D ingen indvirkning har.

2.5.1 Udvidelse af eksisterende regulering

Nærværende afsnit vurderer hvordan de allerede eksisterende hensyn i gældende ret, bliver udvidet gennem implementeringen af FAIF-D i dansk ret. Som gennemgået i afsnit 2.2 er der en indirekte regulering af KF-området, grundet de ufravigelige bestemmelser i selskabslovgivningen, som skal varetages når der er valgt konstruktion som et kapitalselskab.

Fra selskabslovgivningen er der krav om, at selskabet skal have et centralt ledelsesorgan, og alt efter hvilket valg heraf, skal der ske en delegering af ansvar for selskabets ageren, jf. SEL § 111. Når FAIF-D stiller krav om, at der skal udpeges et MS for KF, jf. FAIF-D art. 3a, stk. 1, er dette et udtryk for samme hensyn om ansvarsfordeling. Her ønskes, i begge tilfælde, at der skal være en klar deling mellem hhv. selskabet og ledelsen, og KF og MS. Afledet af denne bestemmelse vil det dernæst kunne kræves, at det MS der udpeges af KF, skal agere i overensstemmelse med FAIF-D's bestemmelser, jf. FAIF-D art. 4, stk. 1. Dette er en videreførelse af kravet om, at ledelsen er ansvarlig for, at selskabet drives i overensstemmelse med gældende ret på området. Her vil hhv. det centrale ledelsesorgan og MS være den forpligtede part for hhv. PS og KF's ageren.

Herudover eksisterer der allerede på nuværende tidspunkt regulering af selskabers egenkapital, men denne regulering følger af den valgte selskabsform, jf. SEL § 4. Med indførelsen af FAIF-D's bestemmelser vil det, som beskrevet i afsnit 2.4, være påkrævet en mindstekapital for MS, jf. FAIF-D art. 6a. Denne bestemmelse gælder derved for alle MS, uafhængigt af den valgte selskabsform, og viderefører derved hensynet bag kapitalkravet, over på forvaltere af KF og udvider derved anvendelsen af hensyn i den nuværende lovgivning til KF-området.

Hvor det i selskabsretten er pålagt ledelsen at varetage selskabets interesser i dennes ageren på selskabets vegne, jf. SEL § 127, er der for FAIF-D pålagt MS at varetage KF's interesser, når denne er blevet udpeget som forvalter, jf. FAIF-D art. 9, stk. 1, litra b. Da dette kan give anledning til interessekonflikter mellem MS og KF, er MS yderligere forpligtet til at implementere foranstaltninger, der kan håndtere disse mulige interessekonflikter, for at leve op til FAIF-D's bestemmelser, jf. FAIF-D art. 10. Her er hensyn skiftet fra at tilgodese selskabet som helhed, til at tilgodese KF frem for MS egne hensyn. Netop på grund af denne drejning er der behov for de omtalte krav til interessevaretagelsen.

På området for aflønning er den nuværende lovgivning meget sparsom, men det kræves dog, at der for kapitalselskaber skal være et forhold mellem indsats og aflønning der stemmer overens med den pågældende stilling, jf. SEL § 138, stk. 1. Herudover er der krav til at incitamentsaflønning skal ske ud fra et sæt retningslinjer, der allerede er vedtaget af generalforsamlingen eller lignende, jf. SEL § 139, stk. 1, 1. pkt. FAIF-D har ligeledes aflønning som fokus for dets regulering. De hensyn der skal varetages ud fra FAIF-D, er at sikre, at der ikke skabes incitamenter, som er forskellige fra de aftalte. Her er der ligeledes fokus på skabelsen af incitamenter, der stemmer overens med kravet om forvaltning ud fra KF's interesser. Samme hensyn skal overføres på MS's modtagelse af carried interest, jf. FAIF-D art. 9a, jf. bilag II. Nuværende lovgivning søger samme formål, men sikre det gennem gennemsigtighed til generalforsamlingen. Udvidelsen af gældende ret for aflønning i KF, sker ikke kun med henblik på hvilke niveauer i KF der omfattes, men også hvordan aflønningen udformes. Her går FAIF-D videre, og oplister en række forpligtigelse, der skal kunne opfyldes før der sker korrekt håndtering af aflønning i KF-øjemed.

I afsnit 2.2 er det beskrevet hvilken betydning kravet om ledelsens varetagelse af et forsvarligt kapitalberedskab har i den nuværende selskabslovgivning, jf. SEL § 115, stk. 1, nr. 5. Det kan have

betydning for MS's ledelse i PS. Denne indvirkning udvides med FAIF-D's bestemmelser om forsvarlig likviditetsstyring, jf. FAIF-D art. 12. Dette er en udvidelse af den generelle bestemmelse om forsvarligt kapitalberedskab, hvor der indføres krav om, at der varetages procedurer for overvågning af den påtagede likviditetsrisiko, og betydningen af denne for de underliggende forpligtigelser. FAIF-D udvider denne forpligtelse, ved at pålægge MS at have fokus på risikostyring, og at denne er i klar overensstemmelse med den valgte risikoprofil fra KF, jf. FAIF-D art. 11.

Ud over ovenstående, vil der ligeledes ske en udvidelse af gældende ret, i begrænsning af muligheden for brugen af gearing. På nuværende tidspunkt er dette søgt varetaget ved indgreb mod selskabers brug af gearing, når dette kan betegnes som tynd kapitalisering. Det følger som beskrevet i afsnit 2.2 af tynd kapitaliseringsreglen at fremmedkapitalen højst kan udgøre fire gange egenkapitalen, såfremt der ønskes fradrag for kapitalomkostningerne hertil. FAIF-D ønsker at gribe ind ved, at regulere KF's brug af fremmedfinansiering i gearingsøjemed. Ved at der for hver forvaltet KF, skal fastsættes et maksimalt gearingsniveau, opnås der kendskab til det egentlige niveau for anvendelsen af gearing i KF-investeringerne, jf. FAIF-D art. 11, stk. 4. Dette underbygges af, at der samtidig i FAIF-D er indarbejdet en mulighed for den kompetente myndighed til, at fastsætte en grænse for anvendelse af gearing, for den pågældende FAIF, jf. FAIF-D art. 25, stk. 3, 2. pkt. Både den nuværende bestemmelse og FAIF-D's bestemmelse søger derved begge, at begrænse anvendelsen af gearing for derved at minimere den risiko der er forbundet med en stærkt gearet finansiering. Ved FAIF-D's gennemførelse, vil der fortsat skulle ske efterlevelse af bestemmelserne om tynd kapitalisering, men samtidig skabes der gennemsigtighed omkring det anvendte gearingsniveau i KF-sammenhæng.

Hensynet til øget gennemsigtighed er blandt andet underbygget med kravet om, at MS skal varetage KF's aflæggelse af årsregnskab. Dette følger af gældende ret, pga. MS's status som komplementær med begrænset hæftelse, jf. ÅRL § 3, stk. 1. Denne pligt for MS er udvidet med yderligere krav til rapportering på KF's vegne, jf. FAIF-D art. 19. Nu er det ikke længere grundet deres status som komplementar, men at de af KF er udpeget som forvalter. Her formår FAIF-D at udvide gældende ret, så der skabes mere information til samfundet.

På nuværende tidspunkt er alle selskaber, der erhverver aktier i et børsnoteret selskab, omfattet af VPHL's bestemmelser, jf. VPHL § 2, stk. 1, litra a. Heraf følger en række forpligtigelser bl.a. kravet om meddelelse til selskabet, når grænserne på 5, 10, 15, 20, 25, 50 eller 90 pct. samt 1/3 og 2/3 besiddelse er opnået, eller ikke længere er nået i et noteret selskab, jf. VPHL § 29. Meddelelsen skal ligeledes videregives til den nationale tilsynsmyndighed, i Danmark Finanstilsynet. Det er dog ikke kun for børsnoterede selskaber, at den selskabsretlige lovgivning stiller krav til oplysning og besiddelse af selskaber. Det følger af SEL § 55, at enhver der besidder kapitalandele i et kapitalselskab, deraf også når et er ikke-noteret, skal give meddelelse når denne når 5 procents besiddelse, eller når grænserne som beskrevet ovenfor er nået. Da loven kun stiller krav til kapitalselskaber, vil KF's erhvervelse ofte ikke være omfattet, grundet deres konstruktion som et kommanditselskab. Hensynet bag disse bestemmelser er videreført, med FAIF-D's krav i art. 27, stk. 1, om underretning til selskabet hvor KF har erhvervet 10, 20, 30, 50, 75 pct., selvom der er tale om et ikke noteret selskab. Hensynet der her udvides, er underretningen af det selskab, som der sker en betydelig erhvervelse af. Dette stammer fra en implementering af et tidligere EU-direktiv.⁴⁷ Bestemmelsen udvides yderligere ved at kræve, at der ligeledes skal ske information af medarbejderne i det pågældende selskab, jf. FAIF-D art. 27, stk. 3. Dette er særlig et udtryk for, at FAIF-D søger at varetage interesse der er bredere end blot selskabets, men ligeledes søger at komme samfundet til gode. Dette ses ligeledes videreført i FAIF-D's krav i art. 29 om yderligere rapportering ved den ovenstående erhvervelse, på områder for selskabet fremtidig drift og udvikling, og især for de berørte medarbejdere.

I tilknytning til ovenstående erhvervelse af kapitalandele i et noteret selskab, stilles der i SEL § 184, stk. 1 krav til, at der ikke kan ske uddeling af selskabets midler i de første 12 måneder efter overtagelsen. Denne pligt udvides ved FAIF-D's implementering med, at der ligeledes ved erhvervelse af ikke noterede selskaber, ej heller kan ske uddeling af selskabets midler, men her gælder forpligtelsen i de første 24 måneder efter erhvervelse, jf. FAIF-D art. 29a, stk. 1. Der er her tale om en udvidelse af principperne for forbud mod asset stripping.

De gennemgåede, allerede eksisterende bestemmelser i national ret, der har betydning for KF-investeringerne, vil fortsætte med at eksistere sideløbende med gennemførelsen af FAIF-D's

⁴⁷Rådets direktiv 88/627/EØF af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab

bestemmelser. Dette skyldes, at de på nuværende tidspunkt kun er en indirekte regulering af KF-området, men direkte gældende på alle kapitalselskaber, og fortsat vil have en betydning uden for KF-området. En række af de gennemgåede forpligtigelser vil derfor ligeledes fortsat have betydning i KF-investeringen sideløbende med den direkte regulering af KF-området, som FAIF-D vil medføre.

2.5.2 Udvidelse af gældende ret med nye hensyn

Som tidligere gennemgået vil FAIF-D tilføre gældende ret nye bestemmelser i og med, at der sker en målretning mod KF-investeringerne, og FAIF-D derved går ind på et ellers ureguleret område.

Et afgørende eksempel herpå er indførelsen af tilladelsessystemet. Her kan MS, som beskrevet i afsnit 2.4, ikke yde forvaltning, med mindre den har opnået tilladelse hertil, jf. FAIF-D art. 5. Dette er et helt nyt hensyn, som tilføres gældende ret, og er begrundet i en forventning om, at KF-investeringer kan bidrage til den systemiske risiko, som FAIF-D søger at begrænse.

Der er ligeledes tale om et nyt hensyn for gældende ret på KF-området, når der skal udformes en pligt for MS til, at skabe en større gennemsigtighed for KFI, allerede inden de indgår i investeringen. Dette kan ses som en transformation af den pligt der er til, at udforme et prospekt ved optagelse og udbud på et reguleret marked, jf. VPHL § 23, stk. 1. Dette er nyt for KF-området, da der ikke tidligere har været krav til den information, hvorpå investorerne i KF vurderer den mulige investering. Med FAIF-D's bestemmelser i art. 20 stk. 1, litra a og b om, at KFI skal modtage information om bl.a. KF's investeringsstrategi og målsætninger, samt den mulighed der er i KF til at anvende gearing som en komponent til finansiering, er en direkte tilføjelse af nye hensyn. Informationen der skabes før investeringen er foretaget, skal løbende suppleres af information om den likviditets- og risikostyring der gennemføres og konsekvenserne heraf, jf. FAIF-D art. 20, stk. 4. Samt en regelmæssig videregivelse af information om KF's anvendelse af gearing overfor det maksimale niveau herfor, jf. FAIF-D art. 20, stk. 5.

Hvor ÅRL § 2 medfører, at kapitalselskabet er omfattet af kravet om årsregnskabsaflæggelse, udvides denne rapportering med en pligt for forvaltere af KF til, at supplere med yderligere

information om de markeder og instrumenter der er genstand for handel på KF's vegne, jf. FAIF-D art. 21, stk. 1. Dette er et hensyn der ikke tidligere har været i fokus for regulering, da det tidligere ikke har været separeret fra selskabets egen rapportering. Når der, er sket en uddelegering af forvaltningen til MS, vil det være nødvendigt at skabe nye forpligtelser på området, der tidligere var dækket ind under almindelig selskabsretlig rapportering. Kravet om MS's videregivelse af information om de områder som er afgørende for KF-investeringerne betyder, at dette område ikke længere er uigennemsigtigt for offentligheden.

De gennemgåede hensyn er nye, i forhold til den regulering der tidligere har været gældende ret for KF-området. Med FAIF-D vil de ovenstående hensyn sammen med de i afsnit 2.5.1 gennemgåede hensyn tilføre KF-området øget regulering, og heraf en øget gennemsigtighed.

2.5.3 Hvor gældende ret forbliver uændret

De områder i gældende ret der fortsat vil være uændret efter gennemførelsen af FAIF-D i national ret, er de bestemmelser der har indvirkning på de forskellige niveauer i KF-investeringen. Selvom der er redegjort for, at en del af den regulering FAIF-D medfører er udvidelse af allerede eksisterende hensyn, vil der fortsat eksistere regulering der påvirker internt i f.eks. MS. Her vil den regulering der er omtalt i afsnit 2.5.1 fortsat finde anvendelse i dens nuværende form. Yderligere er der de omtalte hensyn fra eksempelvis skatteretten beskrevet i afsnit 2.2. Dette vil FAIF-D ikke have nogen indvirkning på, hvorfor de fortsat finder anvendelse i deres nuværende form.

2.5.3.1 Direktivets indvirkning på brugen af selvregulering

Et punkt under gældende ret, som fortsat vil være uændret, er branchens selvregulering i form af DVCA-R. Her er der bestemmelser der har samme overordnede formål som FAIF-D, nemlig at skabe mere gennemsigtighed på KF-markedet. Som nævnt i afsnit 2.2 er selvreguleringen udformet som en aftale der tiltrædes mellem parterne. Det vil fortsat efter FAIF-D's implementering, være muligt at indgå i denne aftale. DVCA-R vil blot, akkurat som de er det på nuværende tidspunkt, være et supplement til gældende ret. Trods muligheden for KF's anvendelse af DVCA-R foreligger,

er det dog ikke ensbetydende med at de vil have nogen egentlig funktion. DVCA-R byder ikke på meget nyt i forhold til FAIF-D, så det kan være tvivlsomt hvorvidt KF vil efterleve DVCA-R, når det i forvejen skal efterleve af FAIF-D. Omvendt kan det dog forholde sig i praksis, da en allerede efterlevelse af FAIF-D vil betyde meget få omkostninger ved også at efterleve DVCA-R. Sammenholdes denne minimale udgift med DVCA-R's omdømmeeffekt, er det nærliggende at antage, at DVCA-R stadig vil blive efterlevet efter implementeringen af FAIF-D. Som argumenteret for, i afsnit 2.3, kan der være et stærkt incitament fra KF's side til, at den regulering DVCA-R skaber er fordelagtigt, eksempelvis begrundet i den omdømmeeffekt der er mulig. Dette er ikke ensbetydende med, at den regulering som FAIF-D medfører, er i KF's interesse. Afledt af denne forskellighed, trods det enslydende formål, vil DVCA-R fortsat have værdi for KF, men den værdi det tilføre samfundet, i form af gennemsigtighed, er langt mere sandsynlig opnået gennem FAIF-D's mere vidtgående bestemmelser. FAIF-D's direkte indvirkning på DVCA-R er derfor minimal, da de fortsat vil kunne tiltrædes af parterne.

2.5.4 Sammenfattet indvirkning på gældende ret

Sammenfattende kan det konkluderes, at der er en direkte ændring af gældende ret i gennemførelsen af FAIF-D's krav om MS som pligtsubjekt i forhold til KF-investeringer. Her etableres der et nyt retsområde for KF-investeringer, som kan håndhæves i form af tilladelsessystemet. Dette er nyt for gældende ret, men samtidig sker der også en transformation af forpligtigelser, der tidligere ikke har været mulige at få placeret i KF-investeringen. Da de omtalte hensyn, som lovgivningen på området for selskaber, ledelse og ansvar medfører, kun har gjort sig gældende som konsekvens af struktureringen via et kapitalselskab. Ved etablering af et nyt retsområde, der kan håndtere reguleringen direkte på KF-niveau, etableres der en mulighed for videreførelse af de omtalte hensyn.

2.6 Juridisk delkonklusion

På baggrund af analysen i afsnit 2.2 kan det konkluderes, at der sker en regulering af KF-deltagerne på selskabsniveau, som indirekte får betydning for KF-investeringen. Denne regulering sker bl.a. i form af selskabs-, skatte-, børss- og aftaleret, som har indflydelse på KF's muligheder for at agere. Da reguleringen blot er indirekte, og ikke målrettet KF-investeringen, kan det konkluderes, at regulering direkte af KF i dansk ret er ikke eksisterende.

Den eksisterende selvregulering på KF-området, i form af DVCA-R, pålægger de tiltrådte KF at opfylde en række oplysningskrav. De forpligtes til at skabe overblik over allerede for samfundet eksisterende information, ved at gøre det tilgængeligt via deres hjemmeside. Derudover pålægges det PS, at producere ny viden til samfundet på områder for ansvarlig ledelse og risikohåndtering. Generelt går DVCA-R på at højne informationsniveauet og dermed øge gennemsigtigheden overfor samfundet, men regulere ikke KF's handlemønstre.

Akkurat som det var tilfældet med DVCA-R, skaber FAIF-D et højere informationsniveau til samfundet gennem dets regulering. FAIF-D går dog videre, ved også at regulere KF's ageren. Dette opnås ved at udpege MS, som den forpligtede part til at opfylde FAIF-D's bestemmelser. Når FAIF-D stiller krav til gennemsigtigheden i KF, samtidigt med en ændring af deres handlemønstre, søger FAIF-D at opnå en begrænsning af den systemiske risiko. Der er tale om en indirekte regulering af KF's ageren, dette både på forhold internt i KF og eksternt overfor samfundet. Med introduktionen af et autorisationssystem forpligtes MS at opfylde FAIF-D's bestemmelser, såfremt det fortsat ønsker at fungere som MS. Denne introduktion er afgørende for FAIF-D's efterlevelse, og dermed dets gennemslagskraft som en informationsskabende faktor.

Den af branchen skabte selvregulering, vil med indførelsen af FAIF-D fortsat kunne tilvælges som et supplement til FAIF-D. Der er dog argumenteret for, at DVCA-R kan blive overflødiggjort, da efterlevelse af FAIF-D vil få højere prioritet. Dog understreges det, at omkostningerne til efterlevelse af DVCA-R vil falde, da FAIF-D i forvejen skal efterleves. Sammenholdt med de omdømmeeffekter der antages at kunne opstå, kan det ikke udelukkes, at der fortsat vil ske en efterlevelse af DVCA-R.

Det kan derved konkluderes, at allerede eksisterende lovgivning vil blive udvidet med bestemmelser inden for gennemsigtighed samt forsvarlig risikohåndtering i KF-sammenhæng. Der sker i en lang række tilfælde en forskydning af de allerede eksisterende hensyn videre på KF-investeringens forpligtede part, MS.

KAPITEL 3 – ØKONOMISK ANALYSE

3.1 Indledning

Kapitlet vil behandle den økonomiske del af problemformuleringen opstillet i kapitel 1. Spørgsmålet der søges besvaret går på hvordan KF, gennem deres ejerskab, skaber værdi i PS, og hvordan denne værdiskabelse, hvis realiseret, er fremkommet? Til besvarelse af problemstillingen er udarbejdet en empirisk analyse på baggrund af 38 KF-ejede selskaber.

Ud over debatten om KF's værdiskabelse, er det ligeledes interessant, hvilken indvirkning tilvejebringelsen af en eventuel værdiskabelse har for KF's samfundsmæssige betydning. Først søges de anvendte værdiskabende tiltag analyseret, for dernæst at kunne se indvirkningen i forhold til den samfundsmæssige betydning. Kapitlet er opbygget af en første del med indledning, efterfulgt af et litteraturstudie i anden del. Tredje del indeholder præsentation af den empiriske analyse. Fjerde del præsenterer analysens resultater af hvorvidt der skabes merværdi i PS. Femte del indeholder en teorigennemgang, efterfulgt af sjette del som indeholder analysens resultat af, hvilke tiltag KF anvender i ledelsen af PS. I syvende del vil der være en samlet diskussion, af de i afsnit 4 og 6 fundne resultater, på baggrund af litteraturen i afsnit 2 samt teorien i afsnit 5. Endeligt vil ottende del konkludere på kapitlet.

2.2 Litteraturstudie

En af de første erkendelser af mulighederne ved brug af KF stammer fra forskeren Michael Jensen tilbage i 1980'erne. Ifølge denne hypotese, efterfølgende kendt som ”The Jensen hypotheses”⁴⁸, har KF mulighed for, at ændre strukturen for virksomhedsdrift radikalt. Ændringen ligger i KF's nytænkning i forhold til sammensætningen af indskudt kapital og fremmedkapital. KF kunne gå ind og styrke incitamenterne på ledelsesniveau i PS, og herigennem realisere en fortjeneste, grundet en fokusering af ledelsens kræfter på værdiskabelse, frem for at udnytte frie cash flows.⁴⁹

Kaplan⁵⁰ tester Jensens hypotese ud fra hvorvidt opkøbet medfører en forøget værdiskabelse efter overtagelsen, og hvad denne værdiskabelse kan skyldes. Han vælger at se på følgende tre hypoteser og deres indvirkning på værdiskabelsen:

1. Employee-wealth-transfer hypotesen
2. Information -advantage or under pricing hypotesen
3. Reduced agency cost and new incentive hypotesen

Første hypotese tester for, om værdiforøgelsen stammer fra et skifte i værdien hos de ansatte til en værdi for investorerne ved, at der sker en stor afskedigelse efter opkøbet af selskabet. Han kommer frem til, at der er en stigning på 4,9 % i beskæftigelsen. Hypotesen kan derved forkastes som forklaring på værdiskabelsen. Dernæst tester han, hvorvidt værdiskabelsen kan skyldes en udnyttelse af information, som ledelsen i PS besidder, eller om de udvælger selskaber der er vurderet for lavt. Kaplan forkaster denne hypotese med flere begrundelser, bl.a. at aktionærer, som ligeledes besidder information, om at selskabet er vurderet for lavt, ikke vil medgå et salg, da de gennem deres information ved, at der er mulighed for at realisere en større værdi. Kaplan bekræfter den sidste hypotese om, at værdiforøgelsen i PS kan henregnes til en reduktion af de omkostninger, der er i forhold til PA-forholdet mellem KFI og ledelse. Her undersøger han brugen af incitamentsordninger, og konkluderer, at der er en stigning i tildelingen, og dermed en forening af interesserne mellem KFI og ledelse.⁵¹

⁴⁸ Jensen (1989)

⁴⁹ Jensen (1986)

⁵⁰ Kaplan (1989)

⁵¹ Kaplan (1989)

Der er en tendens til, at der er en cyklus i KF's aktivitet på markedet, som opdeler den i tre faser. En tidlig fase fra 1970'erne til slut 1980'erne, som efterfølges af en periode fra start 1990'erne til midt 1990'erne. Herefter starter tredje fase, som må kunne siges at fortsætte frem til 2007. Her sker der igen et skifte, og en ny fase er begyndt,

Cressy, Munari og Malipiero 2007⁵² er et eksempel på denne nye fases forsøg på at identificere årsagerne til, at PS overgår markedet. Deres første hypotese tester ligeledes Jensen hypotesen. Resultatet heraf er, at der for PS er en 4,5 % højere driftsmæssig rentabilitet, og dermed opfylder testen Jensen hypotesen. De kommer ind på den effekt, der kan være i at vælge det rigtige selskab, og at det er dét, der bidrager til værdistigningen. En form for tro på strategien "picking the winner".

Poul Nyrup Rasmussen⁵³, går imod den ovenfor beskrevne opfattelse af, at KF skaber mere værdi for samfundet. Her er holdningen, at der er en tendens til, at det sker på bekostning af andre aktørers værdi, eksempelvis medarbejdernes. Dette er også nævnt tidligere i forhold til artiklen af Steven Kaplan⁵⁴. Herudover er der helt ny forskning, der igen vil undersøge værdiskabelsen for PS. I denne forskning er fokus rettet mod, hvor stor betydning længden af perioden, hvori selskabet er KF-ejet, har for værdiskabelsen. Resultat støtter op om tidligere forskning⁵⁵, der går på, at KF ikke øger selskabets værdi lige efter overtagelsen. Dataanalysen viser ligefrem, at PS performer dårligere end et ikke KF-ejet selskab. Analysen viser dog også, at denne merværdi først skabes efter 6 års KF-ejerskab.

Et eksempel i litteraturen er, at der for europæiske selskaber, er en tendens til en allerede tættere ejerskabsstruktur, end det er kendetegnet ved selskaber i USA. Her påvises en tendens til, at forskning på PS i USA, ikke direkte kan overføres på europæiske PS, og dermed danske selskaber. Gevinsten ved at centralisere ejerskabet, kan derved være større i USA og give et mere positivt billede af PS værdiskabelse. Vinten⁵⁶ fremhæver, at der allerede i "Jensen hypotesen" er taget højde for, at der er en mindre gevinst ved opkøb af allerede private virksomheder, da der ikke her vil kunne opnås samme gevinst ved besparelser i forhold til agentomkostningerne.

⁵² Cressy, Munari og Federico (2007)

⁵³ Rasmussen (2007)

⁵⁴ Kaplan (1989)

⁵⁵ Bandunenko, Baum, og Schäfer (2010)

⁵⁶ Vinten (2007)

Som det fremgår af ovenstående gennemgang, bliver der gennem den nyere litteratur præsenteret flere indikationer for, at KF ikke længere har samme muligheder for at optimere selskabet og derigennem skabe værdi. KF skal, for at opnå en værdiskabelse, kunne tilføre virksomheden noget nyt på andre fronter. Enten en af de ovenfor omtalte, eller i stedet kunne bidrage med en endnu større ekspertise inden for allerede kendte områder, såsom incitamentsordninger, kapitalstruktur og ledelse, således at det alligevel kan resultere i en værdiskabelse for det overtagne selskab.

3.3 Dataindsamling til empiri

I opgaven er der anvendt en undersøgelsesgruppe samt en sammenligningsgruppe, hvorfra der er indhentet regnskabsoplysninger, som grundlag for den empiriske analyse. Disse to grupper vil i de to første underafsnit blive præsenteret, og herefter vil der være en beskrivelse af de anvendte sammenligningsparametre. Til sidst rundes afsnittet af med en beskrivelse af, hvordan sammenligningen af de to grupper er foregået. Først skal de to grupper præsenteres, hvilket bringer os videre til næste afsnit.

3.3.1 Udvalgelse af undersøgelsesgruppe

Ved udvælgelsen af PS til undersøgelsesgruppen, er der taget udgangspunkt i en ikke udtømmende liste over KF-investeringer i danske selskaber.⁵⁷ Listen indeholder 332 transaktioner, fordelt på 8 brancheområder. Fordelingen er skæv, idet 63 % af transaktionerne stammer fra brancheområdet produktion⁵⁸. Listen indeholder ud over brancheoversigt bl.a. information om købsår, exitår, opkøbende KF, og PS omsætning ved køb. For at kunne gennemføre den empiriske analyse, skal der ske en konkret udvælgelse af transaktionerne. Dette er opnået ved anvendelsen af 2 kriterier til brug for udvælgelsen af selskaber:

1. Den opkøbende KF opnår majoritets ejerskab ved købet, således at muligheden for aktivt ejerskab er til stede.
2. KF skal være exit'et, så KF har fuldført sin investering i PS, hvorved hele ejerskabsperioden kan lægges til grund for analysen af KF's værdiskabelse.

Efter udvælgelse omfatter listen i alt 38 PS, hvilket fremgår nedenfor af tabel 3.1. De 38 PS fordeler sig på 5 af de 8 brancher, hvoraf 79 % tilhører brancheområdet produktion.

⁵⁷ Listen udarbejdet af Robert Spliid samt DVCA

⁵⁸ DVCA's liste over buyouts

Portefølgeselskab	Kapitalfond	Købsår	Salgsår	Portefølgeselskab	Kapitalfond	Købsår	Salgsår
Aalborg Industries	Axcel	2000	2005	Louis Poulsen El-teknik	Polaris	1999	2005
Aston IT Group	CVC	1999	2004	Louis Poulsen Lighting	Polaris	1999	2007
Blücher	LD Equity	2005	2008	Microtronic	Capman	1992	2000
Contex	EQT	1999	2007	Microtronic (nu Sonion)	Nordic Capital	2000	2008
Danfoss Marine Systems (nu Damcos)	3i	2005	2007	Monarflex	Axcel	1995	2000
Dansk Droge	Polaris	2002	2005	Nettest	Axcel	2002	2005
Dansk Heatset Rotation (nu GraphX)	Axcel	1997	2003	Nordic Info Group (RKL) (nu Experian A/S)	EQT	1999	2003
Danske Trælasthandel (nu DT Group)	CVC	2003	2006	Novadan (nu ITW Novasan)	Polaris	2000	2004
EET Danmark a/s	CVC	1997	2007	Novasol (nu Novasol Dansommer)	Polaris	2001	2002
Everton Schmidt	Axcel	1995	1997	Nycomed Danmark	Blackstone	2002	2005
Føvling	Axcel	1997	2002	Nycomed Pharma	Nordic Capital	1999	2002
Glud & Marstrand	Axcel	2001	2005	Rationel Vinduer	Axcel	1998	2004
Gram Commercial	LD Equity	2005	2008	Sabroe Refrigeration A/S	EQT	1996	1999
Icopal	Axcel	2000	2007	Struers (Scientific Product Group)	EQT	1998	2001
IHI	EQT	2001	2005	Thygesen Textile Group	Axcel	1998	2006
Kirk Acoustics (nu Sonion)	Nordic Capital	2000	2008	Time System International	CVC	1997	2001
Kwintet	Axcel	1999	2005	Tvilum-Scanbirk	Axcel	1996	2000
Lindplast	Capman	1996	2007	VariantSystem (nu Bekaert Handling Group)	Axcel	1997	2006
Løgstør Rør (nu Logstor)	Axcel	1999	2006	Vest-Wood	Axcel	2002	2005

Tabel 3.1 Udvalgte porteføljeselskaber

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 1

3.3.1.1 Indhentning af regnskabsoplysninger

De udvalgte PS's regnskaber er blevet gennemlæst og relevante oplysninger er blevet udvalgt. Disse fremgår af bilag 1. De regnskabsoplysninger, som har været relevante for videre behandling i analysen, kommer vi nærmere ind på i afsnit 3.3.3.

Til at få fat i regnskabsoplysningerne for de 38 PS, har den primære kilde været Greens Erhvervsinformation. Greens Erhvervsinformation indeholder, ud over de børsnoterede virksomheder, detaljeret information om de 6.000 største virksomheder i Danmark. Derudover har det været nødvendigt at supplere med opslag i arkiverne hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, for at få samtlige årsregnskaber for PS.

I en række tilfælde har selskabsnavnene fra DVCA's liste henvist til holdingselskaber. I disse tilfælde har det ikke givet mening at medtage årsregnskaberne for holdingselskaberne. Holdingselskaberne siger ikke noget direkte om, hvad der sker i det underliggende selskab, som udgør det reelle PS, men er blot en selskabsretlig ejerskabskonstruktion. Derfor, har det i disse tilfælde været nødvendigt, at flytte fokus videre ned på de underliggende selskabers årsregnskaber. Herved opnås et mere præcist billede af værdiskabelsen af KF-ejerskabet på PS. I andre tilfælde, har selskabsnavnene fra DVCA's liste henvist til holdingselskaber, hvori det underliggende selskab

var en del af en koncern. Her har det i et enkelt tilfælde været nødvendigt at se på hele koncernregnskabet, og ikke kun for det direkte underliggende selskab. Dette skyldes, at det pågældende selskab har flere datterselskaber, som overtager hinandens aktiver. Derudover har det underliggende selskab stort fald i sin omsætning, aktiver og antal af ansatte, hvilket tyder på omstruktureringer internt i koncernen. Det vil derfor være svært at give et retvisende billede af effekten af KF's ejerskab, ved kun at se på den underliggende virksomhed, da KF berører hele koncernen.

3.3.2 Udvalgelse af sammenligningsgruppe

Der er to forskellige sammenligningsgrupper i analysen. En til at sammenligne PS værdiskabelse i forhold til markedet, og en til at sammenligne PS udvikling fra køb til salg.

Baggrunden for den første sammenligningsgruppe er en årlig tabeloversigt fra Danmarks Statistik. Tabellerne indeholder gennemsnitlige regnskabsoplysninger på årsbasis. Tabeloversigten som vores sammenligningsgruppe er lavet over, strækker sig fra år 1992 frem til og med år 2007, og indeholder bl.a. oplysninger om samlede aktiver, primært resultat samt omsætningen⁵⁹. Tabeloversigterne brugt til at beregne sammenligningsgruppens nøgletal, har i gennemsnit en omsætning, som består af 90,3 %⁶⁰ af den samlede momsregistrerede omsætning i Danmark. Derfor anses sammenligningsgruppen for at være et repræsentativt udvalg af danske selskaber, og dermed være et solidt sammenligningsgrundlag. I tabellerne er selskabernes regnskabsoplysninger samlet i branchegrupper, som det ikke har været muligt at vurdere selskabsfordelingen i. Det er dog usandsynligt, at sammenligningsgruppen skulle have den samme branchefordeling som undersøgelsesgruppen, hvor 79 % stammer fra produktion. Det har dog i dette tilfælde ingen konsekvens for sammenligneligheden af de to grupper. Dette skyldes, at undersøgelsesgruppen netop skal sammenlignes med den gennemsnitlige værdiskabelse på det danske marked. Det ville derfor ikke være korrekt at udarbejde en sammenligningsgruppe med en fremtvunget branchesammensætning tilsvarende den i undersøgelsesgruppen, da sammenligningsgruppen derved ikke længere ville være et retvisende billede af et gens. selskabs værdiskabelse.

⁵⁹ Se bilag 2 for yderligere data

⁶⁰ Se bilag 2 for yderligere data

Baggrunden for den anden sammenligningsgruppe er en del af dataindsamlingen⁶¹ for de 38 PS. Her er indhentet regnskabsoplysninger for året før købsåret. Derved kan der ske en sammenligning af udviklingen i selskabet i KF's ejerskabsperiode i forhold til året før køb.

3.3.3 Udvalgte sammenligningsparametre og beregningsmetoder

Udvælgelsen af de relevante regnskabsoplysninger til analysen, afhænger af de nøgletal det har været relevant at sammenligne med. I det følgende vil der være en kort redegørelse for de valgte nøgletal, samt hvilke regnskabsposter der er anvendt i beregningen af dem. Beregningen af de relevante nøgletal fremgår af bilag 3.

Afkastningsgrad (AG)

Nøgletallet AG afspejler forholdet mellem selskabets resultat og den mængde aktiver det har haft til rådighed. AG er beregnet ved at dividere det primære resultat med de samlede aktiver i selskabet. AG er således et udtryk for, hvor god selskabet er til at forrente den investerede kapital. Nøgletallet kan derfor bruges til at sammenligne, hvor god PS er til at udnytte den kapital det har til rådighed, i forhold til et alternativt selskab. Nøgletallet giver et samlet billede af, hvor effektivt PS er, hvorfor nøgletallet er valgt som sammenligningsgrundlag. Dog skal man ved en vurdering af PS ikke stirre sig blind på AG'en, da den består af to andre nøgletal, som sagtens kan være modsatrettede, men samlet set udligne hinanden. Derfor kan AG'en godt være konstant, men rent faktisk indeholde modsatrettede ændringer, som ikke kan aflæses direkte af AG'en.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Det første nøgletal, som AG'en består af, er AOH. Det måles ved at dividere omsætningen med de samlede aktiver i PS. Det fremkomne tal beskriver, hvor mange gange aktiverne omsættes pr. år. Nøgletallet beskriver dermed kapitaltilpasningen i PS. Nøgletallet giver et billede af, hvor effektivt PS omsætter sine aktiver, derfor er nøgletallet valgt som sammenligningsparameter. Ved hjælp af AOH kan det vurderes, om en større omsætning sker på baggrund af en effektivisering i udnyttelsen af aktiverne, eller om det blot skyldes en øget aktivmasse.

⁶¹ Se bilag 2

Overskudsgrad (OG)

Det andet nøgletal, som AG'en består af, er OG, og findes ved at dividere det primære resultat med omsætningen. OG viser PS evne til at forvalte omsætningen således, at den bliver omdannet til overskud. Nøgletallet beskriver dermed indtægts/omkostningstilpasningen, og er et udtryk for, hvor effektivt PS er til at tilpasse omkostningerne til indtægterne. Et fald i OG kan skyldes en lavere omsætning og/eller højere omkostninger, og er dermed et udtryk for en forringet effektivitet. En stigning i OG er dog et bevis på en effektivisering i PS, da det som minimum må have opnået en større omsætning ved lavere omkostninger, eller en minimering af omkostningerne ved en uændret omsætning. Ændringen i OG er dermed med til at give et billede af, om selskaberne bliver mere eller mindre effektive, hvorfor nøgletallet er valgt som sammenligningsparameter.

Likviditetsgrad (LG)

Nøgletallet LG giver indtryk af PS evne til at betale sin gæld, når den forfalder. LG findes ved at dividere omsætningsaktiverne med den kortfristede gæld. Der ses på, om PS kan betale den kortfristede gæld, såfremt alle kortsigtede gældsforpligtigelser skulle kræves indfriet på en gang. Selvom PS skal indfri alle deres gældsforpligtigelser på én gang, kan det dog alligevel forekomme. Her anvendes de kortsigtede gældsforpligtigelser, da de hurtigt kan bringe PS i krise. Det kan af LG vurderes, hvor stor sandsynligheden er for, at PS kan betale sin kortfristede gæld til forfaldstidspunktet. Dette giver et billede af den risiko, som PS vælger at løbe, hvorfor nøgletallet er valgt som sammenligningsparameter. Sandsynligheden hænger bl.a. sammen med egenkapitalens størrelse. Er LG på 1, kan PS netop dække den kortfristede gæld. Jo højere tallet er, jo bedre er PS stillet i forhold til kreditorerne, og jo mindre risiko løber PS.

Soliditetsgrad (SG)

Nøgletallet SG viser, hvor stor en andel af aktivmassen som er finansieret gennem egenkapital, og findes ved at dividere egenkapitalen med den samlede aktivmasse. SG viser dermed, hvor stor en del af egenkapitalen der kan gå tabt, før fremmedkapitalen lider tab. En meget lav soliditetsgrad er et udtryk for, at der ikke skal gå meget galt, før PS ikke kan betale kreditorerne. SG er, som LG, et nøgletal, der kan bruges til at vurdere den risiko, det pågældende PS vælger at påtage sig, hvorfor nøgletallet er valgt som sammenligningsparameter. Jo lavere tallet er, jo mindre har PS at stå i mod med, og jo mere risiko løber PS. I regnskaber udarbejdet under going concern betragtningen, holder anlægsaktiverne typisk en højere værdi, end den reelle salgsværdi, fordi de typisk er mere værd for

ejeren end for andre⁶². Denne betragtning gør derfor, at aktivmassens værdi i regnskabet typisk vil være højere end den i virkeligheden er. Da aktivmassens størrelse har indflydelse på egenkapitalens størrelse, vil en reduktion i aktiverne ved salg, som følge af en for høj værdiansættelse, medføre en forholdsvis større reduktion i egenkapitalen, hvorfor at SG'en vil falde. Dette betyder, at den i opgaven beregnede SG typisk vil være højere, end hvad rent faktisk er tilfældet for PS. Eftersom det er det samme for alle PS, anses dette dog ikke for at ændre på SG's evne til, at vurdere PS risiko i analysen.

Gearingsforhold (F/E)

Nøgletallet F/E giver et billede af forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital. Det beregnes ved at dividere den samlede fremmedkapital med egenkapitalen. F/E viser hvor stor en andel af PS kapital, som stammer fra lån. Fremmedkapitalen er i sin natur ikke gratis, og vil derfor kræve succes i PS, for at renterne til fremmedkapitalen kan betales. Manglende evne til at betale renterne kan derfor hurtigt blive kritisk for PS, især hvis de udgør en meget stor del af selskabets kapitalgrundlag. Således giver F/E'et et billede af, hvor risikofyldt kapitalsammensætningen i PS er, og hvilken risikoprofil PS har, hvorfor nøgletallet er valgt som sammenligningsparameter.

Omsætning pr. medarbejder (OPM)

Nøgletallet OPM viser, hvor meget omsætning den enkelte medarbejder er i stand til at indtjene til PS, og findes ved at dividere den totale omsætning med antallet af medarbejdere. Nøgletallet er valgt som sammenligningsparameter, da det giver et indtryk af, hvor effektive medarbejderne er til at skabe omsætning. OPM't giver samtidig et billede af, hvor effektivt ledelsen har været til at give medarbejderne incitament til at yde den for ledelsen fordelagtige indsats.

3.3.4 Anvendt statistik

Efter at have beskrevet de i analysen anvendte nøgletal, beregningsmetoder samt regnskabsposter, er det nu muligt at teste de 38 PS værdiskabelse i forhold til de valgte sammenligningsgrupper. Statistikken bag disse tests vil blive gennemgået nedenfor.

⁶² Havsteen (2005), s. 45

3.3.4.1 T-test

T-testet er en sammenligning af to grupper af observationer, dette test vælges frem for Z-testet, da gruppen består af relativt få observationer. Der anvendes to typer af t-test. Det ene test er en såkaldt parvis dobbelt stikprøve for middelværdi, som er et udtryk for, at det er en sammenligning af en ændring i samme variabel.⁶³ Det andet t-test kaldes to stikprøver med forskellig varians. Testet bruges for at sammenligne variable der er uafhængige af hinanden, og med ukendt varians. Formålet for begge testtyper er, at teste for signifikante forskelle mellem de to testede grupper ud fra en opstillet hypotese. På baggrund af testet opnås viden om, i hvor høj grad de to grupper er sammenlignelige. Hvis der er tilstrækkelig stor sandsynlighed for, at stikprøven er et udtryk for, at de to grupper ikke er sammenlignelige, kan hypotesen forkastes til fordel for alternativhypotesen, (H_1), som påstår at de to grupper er forskellige. Signifikansniveauet⁶⁴ afgør, hvor signifikant en forskel skal være, før H_0 kan forkastes. Signifikansniveauet afhænger af hvor stor sikkerhed der er for, at stikprøven er et sandsynligt udtryk for hele gruppen.⁶⁵ Denne afhandling gennemfører tests ud fra signifikansniveau på 0,05.⁶⁶ Signifikansniveauet er valgt relativt lavt, da stikprøvens afvigelse fra H_0 skal være stor, før der kan ske udbredelse af konklusionen til hele gruppen.

Det antages, at der er tale om observationer af en stokastisk uafhængig variabel, som er udtryk for en normalfordeling.⁶⁷ Af t-testet fås et output med middelværdierne for de to testede grupper, variansen inden for grupperne, og en testværdi for stikprøven, der er et udtryk for, hvor mange standartafvigelser fra sammenligningsgruppens middelværdi, stikprøven er placeret. Ud fra det valgte signifikansniveau beregnes en kritisk værdi, der afgør hvor mange standartafvigelser fra sammenligningsgruppens middelværdi det kritiske område starter. Det er placeringen af testværdien, i forhold til det kritiske område, der er afgørende for, om H_0 fastholdes eller forkastes.⁶⁸ Ud over de nævnte værdier giver t-testet en p-værdi, der er udtryk for hvor stor sandsynligheden er for, at testværdien vil understøtte H_0 . Sammenholdt med signifikansniveauet, forkastes H_0 når p-værdien kommer under den accepterede forkastelsesgrænse α , som ved et

⁶³ Bøye (2009) s. 88

⁶⁴ Andersen et. al. (2002) s. 192

⁶⁵ Andersen et. al. (2002) s. 182

⁶⁶ Andersen et. al. (2002) s. 192

⁶⁷ Andersen et. al. (2002) s. 187

⁶⁸ Andersen et. al. (2002) s. 192

signifikansniveau på 95 % er på 0,05. P-værdien er sandsynligheden for, at dataene understøtter H_0 , og dermed om afvigelsen i stikprøven er fremkommet ved en tilfældighed.⁶⁹

3.3.4.2 Korrelation

Til at supplere testet for signifikans mellem de valgte nøgletal, vil der også blive foretaget en beregning af korrelationskoefficienten mellem de forskellige variable, for at kunne identificere, en evt. samvariation. Korrelationskoefficienten kan være fra -1 til +1. Er den -1 betyder det, at de pågældende variable har en perfekt negativ korrelation, og det omvendte er tilfældet, hvis den er +1. Er den 0, er der ikke nogen samvariation mellem de to variable. Tallets størrelse repræsenterer altså graden af samvariation. Jo højere numerisk værdi, jo større er graden af sammenhængen mellem de to variable⁷⁰.

Efter at have gennemgået ovenstående, er det nu muligt at foretage den første analyse, som vil blive præsenteret i næste afsnit.

⁶⁹ Andersen et. al. (2002) s. 181

⁷⁰ Andersen et. al. (2002) s. 145

3.4 Skaber kapitalfonde merværdi i deres porteføljeselskaber

I dette afsnit gennemføres en sammenligning af værdiskabelsen i PS, i forhold til værdiskabelsen, som kan identificeres i et gennemsnitligt dansk selskab. Sammenligningen bygger på den empiriske dataindsamling, som er præsenteret i afsnit 3.2. Sammenligningen foretages på baggrund af et t-test som giver et billede af, om der kan fastholdes en hypotese om, at markedets værdiskabelse og den værdiskabelse den empiriske analyse giver udtryk for i PS, kan siges at være signifikant forskellige. Det er med resultatet fra testet muligt at påvise, om PS adskiller sig positivt eller negativt fra markedet.

3.4.1. Sammenligning af porteføljeselskabers værdiskabelse med sammenligningsgruppen

I analysen af hvorvidt PS skaber mere værdi end markedet, er testet opdelt i tre underliggende analyser. Hver analyse har sin baggrund i hver sit nøgletal, henholdsvis AG, OG og AOH. For hver analyse er der lavet et t-test i forhold til sammenligningsgruppens nøgletal, se output i tabel 3.2 nedenfor.

Afkastningsgraden		
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances		
	Peer gns ejerperiode	AG gns ejerskab
Mean	7,046700379	7,026698372
Variance	0,206145031	123,0791173
Observations	35	35
Hypothesized Mean Difference	0	
df	34	
t Stat	0,010657418	
P(T<=t) one-tail	0,495779531	
t Critical one-tail	1,690924198	
P(T<=t) two-tail	0,991559062	
t Critical two-tail	2,032244498	

Overskudsgraden		
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances		
	GNS DST OG	OG gns ejerskab
Mean	7,128770049	5,294225901
Variance	0,263633056	188,9010615
Observations	32	32
Hypothesized Mean Difference	0	
df	31	
t Stat	0,754541472	
P(T<=t) one-tail	0,228109133	
t Critical one-tail	1,695518742	
P(T<=t) two-tail	0,456218265	
t Critical two-tail	2,039513438	

Aktiverens omsætningshastighed		
t-test: To stikprøver med forskellig varians		
	AOH gns ejerskab	GNS DST AOH
Middelværdi	1,170714556	1,001579833
Varians	0,39158723	0,019666272
Observationer	32	32
Hypotese for forskel i middelværdi	0	
df	34	
t-stat	1,491945511	
P(T<=t) en-halet	0,07246737	
t-kritisk en-halet	1,690924198	
P(T<=t) to-halet	0,144934741	
t-kritisk to-halet	2,032244498	

Tabel 3.2 T-test af AG, OG og AOH for PS overfor et gennemsnitligt dansk selskab

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 4. 5 og 6

3.4.1.1 Afkastningsgraden

Ud fra tabel 3.2 for t-testet af AG kan det ses, at der er en middelværdi, for hhv. sammenligningsgruppen og undersøgelsesgruppen, på 7,05 og 7,03. T-testet giver yderligere information om, at t_{stat} er lavere end t_{kritisk} . Som omtalt tidligere er dette et udtryk for, at der ikke er fundet en signifikant forskel mellem de to grupper. Den fundne forskel kan være et udtryk for tilfældigheder i observationerne. Til at underbygge denne forklaring kan p-værdien inddrages i t-testet. Det ses, at p-værdien er meget større end α -værdien, da p er $0,99 > 0,05$, som er sandsynligheden for at forskellen beror på tilfældigheder.

Resultatet af det første test er, at der ikke er en signifikant forskel i AG mellem et gennemsnitligt selskab på markedet og PS. Dette kan sammenholdes med, at der er observeret en varians i de to grupper, som er markant forskellig. I markedet er der stort set ingen varians i de indtastede oplysninger, og ligger som sagt på under 1. Dette er et udtryk for, at der allerede er tale om gennemsnitstal for de pågældende år, så vi kan ikke observere den samlede varians over selskaberne. Til den samlede vurdering af, om PS overgår markedet, vil variansen for PS ikke kunne holdes direkte op imod sammenligningsgruppens varians. Det at der er en stor varians i PS-gruppen, er et udtryk for, at visse selskaber klarer sig markant bedre end andre. Men samtidig er der også selskaber, der ikke formår at skabe merværdi og enkelte går endda konkurs.

3.4.1.2 Overskudsgraden

T-testet fortages på samme måde som i det forrige afsnit om AG. Til dette test er der 32 ud af 38 PS der kan medtages i testet, de resterende seks selskaber er sorteret fra på grund af manglende tilgængelige data i årsregnskabet. Vi kan ud fra outputtet i tabel 3.2 se, at der nu er en forskel i middelværdien hvor sammenligningsgruppens middelværdi er større end undersøgelsesgruppens T_{stat} er lavere end t_{kritisk} , og der er dermed ikke fundet en signifikant forskel på de to gruppers OG. H_0 kan derfor ikke forkastes. Den fundne forskel kan skyldes tilfældigheder, da p-værdien på 0,46 er større end den fastsatte α -værdi på 0,05. Det ses her i forhold til tester for AG, at sandsynligheden for, at forskellen beror på en fejl er mindre end det forrige test. Her er sandsynligheden 46 % for at forskellen beror på en fejl, hvorimod for AG var denne sandsynlighed

helt oppe på 99%. Testet for AG var derved mere sikker i fastholdelsen af hypotesen end nærværende test er. Her ligger vægten dog i modsatte retning end den overordnede hypotese for afsnittet om, at der skabes merværdi i PS, altså i retning af, at de tværtimod skaber mindre værdi.

Trods dette bliver resultatet, at de to grupper, henholdsvis sammenligningsgruppen og undersøgelsesgruppen, ikke har en signifikant forskel i deres gennemsnitlige OG for KF's ejerskabsperioder. Variansen inden for de to grupper viser igen, at der er PS der har en ret god OG, hvorimod der også er nogle med en meget dårlig OG.

3.4.1.3 Aktivernes omsætningshastighed

Der foretages her et test af, om der kan påstås at være en signifikant forskel i AOH for de to grupper. For dette test er gruppernes størrelse 34 selskaber, da der her er fire PS der ikke har tilstrækkelig tilgængelige data for beregning af AOH. T-testet giver output som vist i tabel 3.2 ovenfor. Det ses, at der her er en middelværdi for AOH, der for begge grupper tilfælde ligger inden for 0,1 afstand, og peger derfor i retning af, at der her ikke er en signifikant forskel mellem de to grupper. Ud fra testens yderligere information fås samme resultat, da t_{stat} er lavere end t_{kritisk} . Der er derfor ikke signifikant forskel mellem aktivernes gennemsnitlige AOH for de to grupper. P-værdien viser her, at der kun er en sandsynlighed på ca. 17 % der taler for at den fundne forskel rent faktisk stammer fra en tilfældighed. Denne sandsynlighed er den mindste af de tre udførte test, hvilket kunne tale i retning af, at der trods alt var en forskel at spore i de to sammenlignede grupper, om end meget lille.

Statistisk er der ikke fundet en signifikant forskel, og derved kan der ikke ses en forskel på, om PS er KF-ejet eller ej.

3.4.2 Opsummering af resultaterne fra t-testene

Der er ikke nogen statistisk signifikant forskel at finde mellem de to grupper værdiskabelse, når der både tages udgangspunkt i AG, OG og AOH. Selvom der ikke er nogen statistisk signifikant forskel, kan der stadig være en forskel mellem de to grupper, og her vil middelværdien og varians

kunne spille en rolle. Men der er faktisk ikke en særlig markant forskel for nogle af de tre tests vedkommende, når det drejer sig om middelværdien. Men variansen kan vise sig at have en betydning, selvom der ikke er signifikant forskel på de to grupper. For både AG og OG er der en enorm forskel i variationen mellem observationerne i de to grupper. Det er et udtryk for, at der er AG der både er lavere og højere i forhold til middelværdien. Der er altså KF der påvirker værdiskabelse i PS meget positivt, og nogle meget negativt. Samlet set svarer de til gennemsnittet af et dansk selskab. I de tilfælde, hvor der observeres en meget lav eller negativ AG kan det for visse selskaber ende med konkurs. Her kan det, at begære selskabet konkurs være det mest værdiskabende alternativ, selvom selskabet går konkurs. Et eksempel er, at splitte selskabet op og sælge delene eller aktiverne fra hver for sig. Det afgørende for et PS værdiskabelse, kan derved ikke udelukkende afgøres af, om den er KF-ejet eller ej. Yderligere Det kan ud fra testene tyde på, at det, som har en afgørende rolle for PS værdiskabelse er, hvilken KF der er ejer. Hvis denne er en KF med erfaring, og stærke kræfter inden for den pågældende branche, kan dette give sig til udtryk gennem en større værdiskabelse i forhold til sammenligningsgruppen. Men derimod kan et PS ejat af en nyere uerfaren KF, der endnu ikke har trukket stærke og rutinerede kræfter til sig, resultere i en værdiskabelse, der ligger langt under det i et gennemsnitligt dansk selskab.

3.4.3 Resultatet overfor litteraturens holdning til porteføljeselskabernes værdiskabelse

Den empiriske analyse af PS værdiskabelse kan ikke umiddelbart støtte op om litteraturens bidrag med opfattelsen af, at PS overgår markedet. Sammenligningslitteraturen for denne analyse er dog begrænset. Dette skyldes, at fokuset for denne analyse har været at se, hvordan det påvirker PS at være KF-ejet. Kun meget få studier vælger at undersøge samme sammenhæng, da det ellers i litteraturen er KF's succes der undersøges for. De undersøgelser der findes af selskabernes værdiskabelse på selskabsniveau, og ikke KF-niveau, holdes op i mod en investering i aktiemarkedet, og kræver derfor en risikojustering. Det er blandt andet det Frederik Vinten gør i sin artikel fra 2008, hvor han finder, at PS ikke overgår aktiemarkedet i værdiskabelse men derimod at de i gennemsnit ligger 2-8 % lavere.⁷¹ Den gennemførte analyse i dette afsnit er en analyse af KF-ejede selskabers værdiskabelse i relation til en ikke P, der er altså ikke tale om en analyse overfor aktiemarkedet, og derfor er der ikke behov for en risikoafvejning.

⁷¹ Vinten (2007)

3.5. Værdiskabende tiltag

Dette afsnit vil præsentere og forklare kendte økonomiske teorier forbundet med investeringer og afkast heraf. De udvalgte teorier, har en direkte sammenhæng med udvælgelsen af hypoteser til brug for den empiriske analyse i kap. 3.6, hvor KF's brug af værdiskabende tiltag analyseres.

3.5.1 Incitamenter

PA-forholdet er forholdet mellem en agent som agerer, og principalen som er den part der bliver berørt af agentens handling.⁷² Der er tale om et forhold, hvor den ene parts handlinger påvirker den andens nytte. Mellem de to parter er der en interessekonflikt, da det i visse situationer kan være fordelagtigt for agenten at handle på en bestemt måde, selvom dette resultere i en forværring af principalens nytte. Denne problematik opstår når der er tale om et forhold, hvor principalen lader sine interesser forvalte af agenten, og derigennem opstår det interne forhold.⁷³

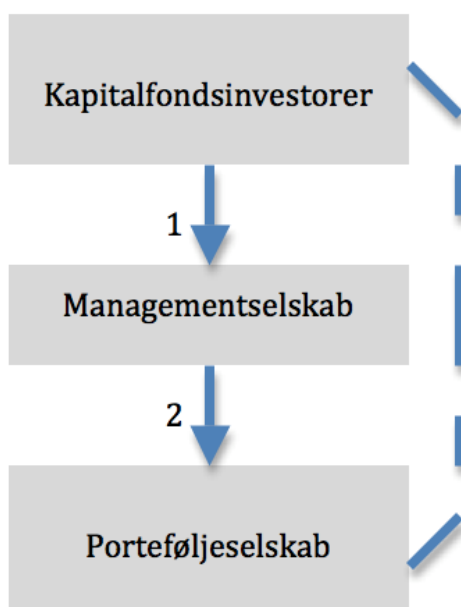
For at håndtere PA problemet, skal principalen formå at få agenten til at have samme interesse som principalen selv. Dette kan ske ved henholdsvis at skabe incitamenter gennem belønningssystemer, eller gennem overførsel af risiko på agenten for hans handlinger, eller en kombination heraf.⁷⁴ Det er vigtigt for den rette sammensætning heraf, at agentens risikoprofil overvejes. Risikoprofilen har betydning for, hvor stor en del af tildelingen af incitamenter, der kan klares gennem forøget risiko, da der af en risikoavers agent vil kræves en præmie for påtagelsen af denne risiko. Hvis ikke den tildelte præmie opvejer risikoen, kan en for stor risiko medføre, at agenten tager sig frihed til at udnytte principalens tillid til egen fordel, og dermed have den modsatte effekt end tiltænkt.

I KF er det derfor afgørende, at der er kontrol over incitamenterne hele vejen ned igennem strukturen, fra KFI øverst til medarbejderne i PS nederst. I de følgende to afsnit vil KF's incitament til skabelsen af mere værdi i PS blive anskueliggjort.

⁷² Pindyck og Rubinfeld (2001) s. 609

⁷³ Milgrom (1992) s. 271

⁷⁴ Garner (1995) s. 207



Kilde: Egen tilvirkning

Figur 3.1 Figuren viser hvordan KFI interesse går ned gennem strukturen. Den stiplede linje markerer deres interesse, og de to pile markerer, hvordan denne interesse bliver gjort fælles for alle parterne, igennem de valgte incitamentsanordninger.

3.5.1.1. Interessekonflikt mellem kapitalfondens investorer og managementselskabet

KF agere i PS igennem et MS. Heri består et PA-forhold, markeret med pile. Igennem selskabskonstruktionen, hvor MS typisk indgår som komplementar, hæfter MS personligt. Derved påtager MS en del af risikoen. Dette giver MS incitament til at yde en ønskelig indsats, således at de ikke skal hæfte for et eventuelt tab. Risikoen for tab opvejes gennem det såkaldte management fee, som er MS's løn, for at yde den påkrævede indsats under den nævnte risiko. Dette kan dog ikke garantere KFI, at MS vil gøre en ekstra indsats, for at sikre KFI en ekstra god forrentning. Dette incitament giver KFI til MS igennem den såkaldte carried interest. Carried interest er en procentdel af fortjenesten ved KF's ophør, hvormed MS typisk tildeles 20 % af det overskud, der er genereret til KFI. Dette er vel at mærke efter, at der er blevet betalt management fee til MS, og basisforrentning til KFI på typisk 8 %. ⁷⁵ Carried interest er altså en form for bonus, som MAS vil få, udover sin almindelige løn, og er direkte afhængig af, hvor stort et overskud der kan skabes i PS. Dermed får MS et incitament til at yde en ekstra indsats, og der sker en minimering af

⁷⁵ DVCA rapport: s. 142

interessekonflikten, eftersom de ansatte i MS derved bliver belønnet efter hvor godt KF performer.⁷⁶

3.5.1.2. Interessekonflikten mellem kapitalfondens investorer og ledelsen i porteføljeselskabet

I forrige afsnit blev det anskueliggjort, at MS besidder et incitament til at yde en ekstra indsats, for at få skabt mere værdi i PS, og at KFI og MS dermed har fælles interesser. Dermed vil interessekonflikten mellem KFI og ledelsen i PS blive løst af MS, grundet den fælles interesse. MS ønsker nu, akkurat som KFI, at forene ledelsens handlinger med værdiskabende effekter hos KFI. Et eksempel herpå er, at MS ofte bliver en del af bestyrelsen i PS.⁷⁷ På den måde får virksomheden skiftet ud i ledelsen, og der skabes et tættere bånd mellem KFI og ledelsen i PS.⁷⁸

Derudover søges interessekonflikten løst gennem incitamentskontrakter der f.eks. kan udmønte sig i tildeling af aktier eller optioner, som derigennem er en forening af incitamenter og risikoen ved selskabets aktiviteter. Vigtigt for effekten af denne tildeling er, at de indtil salget af PS er illikvide, da markedet først i forbindelse med et exit, får mulighed for at værdiansætte selskabet. Dette er specielt for KF, hvor KFI først kan realisere gevinsten ved investeringen, når der sker salg af PS. Ledelsen kan derved ikke påvirke deres egen fortjeneste ved at foretage manipulation af PS's værdi. Gratis tildeling af aktier og optioner virker ikke optimalt i forhold til incitamentet, hvis der ikke samtidig sker et indskud fra ledelsens side. For at få den rette effekt at aktier og optioner til ledelsen er det vigtigt, at der samtidig med indtrædelse i ledelsen er forbundet med en egeninvestering fra ledelsens side, så de derved samtidig løber en risiko for at miste den indskudte kapital, en form for relationsspecifik investering fra ledelsens side⁷⁹. De indskud som ledelsen foretager, skal have en vis størrelse, så også privatøkonomien rammes, hvis det går galt, for også herigennem at øge incitamentssammenfaldet med investorerne i KF⁸⁰. På denne måde sikrer KFI en "alignment of interests", men det er samtidig nødvendigt at overveje ledelsens risikoaversion i forhold til den risiko man vælger at overlægge på ledelsen. Hvis der er tale om en meget risikoavers leder kan det resultere i et krav om en risikopræmie, for at opveje den overlagte risiko. For KF er det essentielt, at

⁷⁶ CEBR rapport s. 14

⁷⁷ Spliid (2007) s. 24

⁷⁸ CEBR rapport s.10

⁷⁹ Kaplan og Strömberg (2009)

⁸⁰ Spliid (2007) s. 24

ledelsen er villig til at påtage sig en vis risiko. KF står derfor overfor at skulle udvælge ledere der er mindre risikoavers, men stadig ikke risikoneutrale, da ordninger derved vil miste sin effekt. Her kommer den asymmetriske information til at spille en rolle.

Ved asymmetrisk information ved ledelsen selv hvilken risikoprofil de har, men KF har ingen information herom. Dette er et udtryk for adverse selection. KF kan gennem kravet om indskud af midler, få agenterne til at afsløre hvilken type de er. Dette er et udtryk for en screening fra KF's side, så den ledelse de ansætter ikke er for risikoavers. De kan ikke efterfølgende kontrollere, hvorvidt ledelsen egentlig har forenet sig med risikoen, og derigennem vil arbejde for at forøge selskabets værdi. Der er risiko for, at ledelsen alligevel ikke er fortrolig med den vej KF vil med selskabet PS, og kan derfor på egen hånd træffe beslutninger om, at diversificere virksomheden, selvom det ikke skaber værdi for PS.⁸¹ Dette er et udtryk for moral hazard i PA teorien og det er her MS igen har en rolle i effektivt at følge op på de strategiske beslutninger, ved ofte at afholde møder med direktionen, og dette er et stærkt udtryk for KF's aktive ejerskab.

3.5.2 Aktivt ejerskab

Indsættelsen af dele af MS i bestyrelsen er ikke kun et udtryk for, at ville fjerne de interessekonflikter der er mellem forskellige led i investeringen. Det er lige så meget et udtryk for, at der er en intention om, at yde det der i litteraturen betegnes som aktivt ejerskab. Dette er det modsatte af den tendens der er i f.eks. aktieselskaber med spredt ejerskab, hvor hver enkelt aktionær ikke ønsker at yde en ekstra indsats i selskabet. Grunden hertil er, at den værdiskabelse indsatsen medfører for selskabet, er et resultat af, at denne ene ejer aktivt går ind og påvirker selskabet, og dermed bruger tid og penge på det, men i sidste ende kommer det ikke kun denne ene investor til gode. Der er altså tale om en "lade stå til"-tilgang fra aktionærernes side, fordi de ellers vil skulle dele værdien med alle andre aktionærer og dermed ikke opnå hele gevinsten selv – resultatet er at alle lader stå til grundet frygten for, at de andre ejere free rider ens indsats.⁸² KF ønsker ikke at lade stå til, men indgår aktivt i ejerskabet.

⁸¹ Rose (2005) s. 552

⁸² Hart (2001) s. 1090

KF står overfor en anden ejerskabsstruktur end aktieselskaber. KF er ofte majoritetsejere eller eneejer af PS, hvorved free rider problematikken er elimineret. Formålet er, at der gennem udøvelsen af det aktive ejerskab er sikkerhed for, at det er KF's interesser der bliver fulgt. Aktivt ejerskab er blevet en bred betegnelse for flere områder, hvor KF gennem MS, er en ejer der adskiller sig fra andre ejerskabsstrukturer. Når aktivt ejerskab i denne sammenhæng omtales som en værdiskabende faktor, skyldes det den effekt, det kan have på indtjeningssevnen, at ejerne aktivt går ind og træffer strategiske PS. Der er mange muligheder hvormed der kan skabes værdi, men det er kendetegnet for PS, at der sker en fokusering af aktiviteten, inden for de områder hvor PS har sine kernekompetencer. Det der ofte betegnes som en "back to the roots" eller en "skære ind til benet"-strategi⁸³. Et eksempel på at KF fokusere ejerskabet og omstrukturere PS er opkøbet af TDC i 2005⁸⁴. TDC havde foretaget opkøb af udenlandske virksomheder, som ikke kunne skabe synergi med selskabet, og disse blev hurtigt solgt fra efter overtagelsen. Dette er et eksempel på, at ledelsen i visse tilfælde kan handle i egeninteresse, som fører til at store frie cash flows benyttes til at opkøbe selskaber, der ikke øger virksomhedens værdiskabelse, men nærmere styrker ledelsens image gennem det at lede en større diversificeret virksomhed. Det aktive ejerskab skal styrke en ledelse der handler i overensstemmelse med den vedtaget forretningsplan, så målet med opkøbet ligger helt klart for alle i ledelsen. Ved at benytte denne strategi kan der skabes en maksimal salgspris, og dermed større afkast af investeringen.

3.5.3 Kapitalstruktur og risiko

Risiko har betydning for KFI, i forhold til deres investering og forventede afkast, og risiko har betydning for muligheden for at optage lån og forrentningen hertil. Kapitalstrukturens sammenhæng med selskabets værdiskabelse er knyttet til de omkostninger der er forbundet med kapitalstrukturen. De gennemsnitlige omkostninger til finansiering er opdelt i omkostninger til egenkapitalen og omkostninger til fremmedkapitalen.⁸⁵

Kapitalstrukturen og inddelingen af denne er afgørende for, hvordan risikoen for selskabets aktiviteter er fordelt mellem finansieringsformerne, og dermed hvilket afkastkrav der er til de

⁸³ Spliid (2007) s. 47

⁸⁴ CEBR rapport s. 61

⁸⁵ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 477

forskellige finansieringsformer⁸⁶. Som i alle andre selskaber skal PS's aktiviteter finansieres gennem egenkapital og fremmedkapital og valget af kombinationen, er en del af ledelsens indvirkning på hvordan virksomhedens afkast skal fordeles. Grunden til at risiko har betydning for selskabets værdiskabelse, er sammenhængen mellem risiko og omkostningerne, der er forbundet med den valgte kapitalstruktur⁸⁷. Valget mellem egenkapital og fremmedkapital i selskabet, kan derfor have en forøgende effekt på værdiskabelsen, efter opkøbet, ved valg af den optimale struktur.

Omkostningerne til henholdsvis egenkapital og fremmedkapital afhænger af den risiko, der er forbundet med investeringen, og hvor følsom investoren er overfor risiko. Kendetegnet for KFI er, at de er villige til at tage en større risiko, for derigennem at kunne opnå et større afkast af investeringen ved succes.⁸⁸ Omkostningerne til egenkapitalen er bestemt af, hvor stort et indskud der er bundet til selskabet af KFI, da det er denne kapital, der kræves forrentet fra KFI's side. KFI giver KF et kapitaltilsagn, og en del af dette tilsagn bliver indbetalt ved opkøbet, og resten er et tilsagn fonden kan trække på, hvis der er behov for yderligere investeringer i PS. På den måde holdes den indskudte kapital på det lavest mulige niveau og medfører, at der er mindre der skal forrentes til KFI.

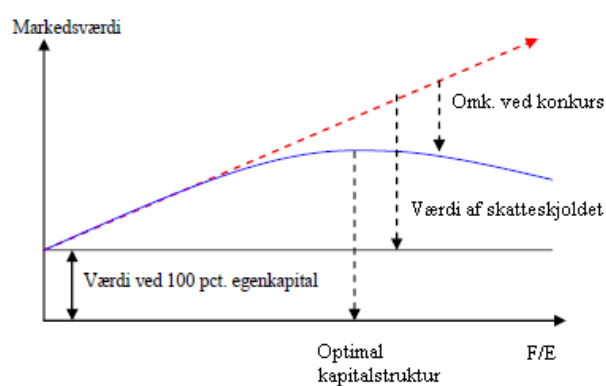
For at KF kan opnå den fulde finansiering af selskabets aktiviteter optages der fremmedkapital. Fremmedkapitalen er en finansieringskilde der kræver afkast løbende, i modsætning til indskud fra KFI. Afkastet til fremmedfinansiering er dermed sikret betaling først, og løber derigennem en mindre risiko end KFI. Det afkastkrav som kræves ved indskud af fremmedfinansiering, afhænger af den risiko, der er forbundet med selskabets aktiviteter, og dermed også af hvor meget egenkapital, der er indskudt i selskabet. Hvis der er en forholdsvis lille egenkapitalfinansiering, vil afkastkravet til fremmedfinansiering være større, da der løber en større risiko for, at selskabet går konkurs. Når KF får fremmedfinansiering, er afkastkravet ofte suppleret med en række "covenants", der også skal opfyldes for at opnå finansiering. Et eksempel herpå kan være en kvartalsmæssig rapportering af bestemte nøgletal til eksempelvis banken, der indskyder fremmedkapitalen. På den måde bringer de deres risiko ned, ved at kunne følge med i PS udvikling og gribe ind og kræve lånet indfriet, hvis det går skidt. Det er altså bankens ansvar, når de vælger at finansiere et fremmedkapitalsindskud i et PS, at vurdere den risiko de står overfor på forsvarlig vis, som tilfældet

⁸⁶ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 538

⁸⁷ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 554

⁸⁸ Spliid (2007) s. 384

er med andre kunder. Trods denne tilpasning i forhold til risiko, er fremmedkapital en billigere finansieringsform end egenkapital. Dette er delt i to faktorer. Den ene er, at fremmedkapitalen er baseret på en markedsforrentning, der i udgangspunktet er lavere end afkastkravet ved egenkapitalindsud på grund af risikoen. Den anden faktor er værdien af det skattefradrag der er for renteudgifter til fremmedkapitalen, i den økonomiske teori kaldt skatteskjoldet. Denne finansieringsform gør det muligt at have aktiviteter i selskabet, som er skaffet gennem en billigere finansieringskilde, som derved fører til et større overskud af selskabets aktiviteter. Som tidligere omtalt er der derved en kombination af de to finansieringsformer der giver den optimale kapitalstruktur. Diskussionen om kapitalstrukturens betydning for virksomheds værdiskabelse startede allerede 1959 med Modigliani og Millers første proportion. Her beviste de, at der ikke var nogen indvirkning på en virksomheds værdi, der afhang af den valgte kapitalstruktur.⁸⁹ Senere blev denne teori udbygget af Miller og Modigliani selv, med betydningen af muligheden for fradrag for renteudgifter. Med denne antagelse ville en kapitalstruktur altid kunne forbedres ved en forøget forskydning mod fremmedfinansiering.⁹⁰ I nyere tids kapitalstruktur teori er en yderligere faktor medtaget. Her er den optimale kapitalstruktur afhængig af, hvor forøget risikoen for at selskabet går konkurs er blevet, som konsekvens af en forskydning mod øget fremmedfinansiering.⁹¹ Den optimale kapitalstruktur fremkommer derved af en afvejning af Miller og Modigliani proportion to omkring skatteskjoldet og indvirkningen fra en forøget risiko for konkurs. Dette ses af The Static Theory of Capital Structure⁹², se figure 3.2.



Kilde: Egen tilvirkning

Figur 3.2 Model for The Static Theory of Capital Structure

⁸⁹ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 544

⁹⁰ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 548

⁹¹ Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 552

⁹² Ross, Westerfield og Jordan (2000) s. 555

Anvendelse af fremmedkapital stiller krav til ledelsen om at drive virksomheden forsvarligt, og dermed ligeledes at administrere de frie cash flows forsvarligt, så der generes et overskud der kan dække afkastkravet til gælden på forfaldstidspunktet.⁹³ Dette kan have en disciplinerende effekt på ledelsen i PS. Det er herefter ikke lige så fordelagtigt for ledelsen at engagere sig i projekter, der udelukkende kan have en fordelagtig omdømme effekt. Hvis ledelsen foretog sådanne investeringer, efter der var sket et betydeligt indskud af fremmedkapital, ville det medføre at PS fik forøget risiko for at blive erklæret konkurs.⁹⁴ Denne risiko er betydelig for ledelsen, da en konkurs vil kunne påvirke ledelsen omdømme og senere engagementer negativt, og heraf opnås den disciplinerende effekt.

3.6 Prøvelse af hypoteser om værdiskabende tiltag

I dette afsnit sammenfattes de ovenstående økonomiske betragtninger, omkring værdiskabende tiltag i PS, til tre hypoteser. Det er formålet med hypoteserne, at klarlægge de forudgående økonomiske betragtningers rolle, i forhold til KF's værdiskabelse i PS. Dette sker ved enten at be- eller afkræfte hypoteserne gennem en empiriske analyse. Analysen sker på baggrund af datasættet præsenteret i afsnit 3.2. I analysen er de perioder, der er lagt til grund for sammenligningen, hhv. året før KF opkøber, et gennemsnit af hele KF's ejerskabsperiode frem til exit, samt tredje år efter KF har opkøbt. Grunden til at der er valgt også at sammenligne for tredje ejerskabsår er, at der i nogle tilfælde kan være tale om en tidsmæssig faktor, som kan have betydning for den målbare effekt af de af KF's anvendte tiltag. Ved at have værdier for tredje ejerskabsår, kan resultatet for den gennemsnitlige ejerskabsperiode holdes op imod disse, og derved bliver det muligt at vurdere, om der i enkelte tilfælde er tale om indflydelse som følge af en tidsmæssig faktor. Netop grundet den tidsmæssige faktor, kan en forbedring måske først komme til udtryk i de senere regnskabsår, hvilket ikke vil fremgå af gennemsnittet for hele ejerskabsperioden, da den vil være påvirket af de første år. Det anses for værende sandsynligt, at den valgte periode på 3 år er tilstrækkelig til, at påvise den tidsmæssige faktor, selvom KF først exiter efter typisk 7 år.

⁹³ Hart (2001)

⁹⁴ Hart (2001)

Der er til dette afsnits analyse opstillet tre hypoteser, som skal testes for, hvorvidt de kan være en værdiskabende faktor for PS, og dermed et værdiskabende tiltag.

Hypotese 1. Medarbejdere i PS er mere effektive, end i ikke KF-ejede selskaber.

Hypotese 2. KF gør deres PS mere effektive, end de var før overtagelsen.

Hypotese 3. PS tager højere risiko, end ikke KF-ejede selskaber.

Hver hypotese vil blive præsenteret for sig med tilhørende forklaring, begrundelse, test, diskussion og konklusion.

3.6.1. Medarbejdernes effektivitet

Hypotese 1: Medarbejder i PS er mere effektive, end i ikke KF-ejede selskaber.

Under denne hypotese vil det blive analyseret, i hvilket omfang det kan konkluderes, at medarbejdere i PS bliver mere effektive efter, at være blevet opkøbt af en KF. Til denne analyse er OPM det relevante nøgletal, se beregning i bilag 3. Dette nøgletal fortæller, hvordan hver medarbejder har bidraget til omsætningen. Hvis nøgletallet er steget i ejerskabsperioden sammenholdt med året før overtagelse, kan dette ses som et udtryk for, at medarbejderne er blevet mere effektive.

Denne hypotese er opstillet ud fra den forestilling, at det at selskabet nu er KF-ejet, kan have en betydning for hvordan medarbejdernes incitament og dermed hvor effektive de herefter er. Dette vil blive diskuteret nærmere efter testet af hypotesen er foretaget.

Først testes OPM i året før KF overtager selskabet, overfor OPM i gennemsnit for KF's ejerskabsperiode. Testets output ses af tabel 3.3 nedenfor. Det kan heraf ikke konkluderes at være en signifikant forskel, da t_{stat} numerisk på 1,62 er lavere end værdien af t_{kritisk} på 2,03. Medarbejderne er derved ikke signifikant mere effektive. Ud fra p-værdien kan det ses, at der er 89 % af stikprøven der trods alt bekræfter en forskel. Men dette opfylder ikke det valgte signifikansniveau i testet. Der er kun en margen på 7 % før at hypotesen om, at medarbejderen i PS er mere effektiv. De 7 % udgør 3 virksomheder der ikke opfylder hypotesen, og derfor bliver

hypotesen afkræftet, da der ikke er statistisk belæg for, at kunne konkludere at der er en signifikant forskel.

OMS i gennemsnit over ejerskabsperioden			OMS i 3. ejerskabsår		
t-Test: Paired Two Sample for Means			t-Test: Paired Two Sample for Means		
	OMS pr medarbejder året før køb	OMS pr medarbejder gns ejerskab		OMS pr medarbejder året før køb	3. ejerskabsår
Mean	1341,815111	1785,908252	Mean	1341,815111	1704,517489
Variance	486047,1151	1896306,407	Variance	486047,1151	1228712,095
Observations	34	34	Observations	34	34
Pearson Correlation	-0,080280496		Pearson Correlation	0,113288074	
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	33		df	33	
t Stat	-1,618871672		t Stat	-1,704421963	
P(T<=t) one-tail	0,057497114		P(T<=t) one-tail	0,048850929	
t Critical one-tail	1,692360258		t Critical one-tail	1,692360258	
P(T<=t) two-tail	0,114994227		P(T<=t) two-tail	0,097701859	
t Critical two-tail	2,034515287		t Critical two-tail	2,034515287	

Tabel 3.3 T-test af OPM over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 7

Nu testes der for, at medarbejdere i PS er mere effektive i tredje år efter at KF har overtaget selskabet. Her sammenlignes OPM i tredje ejerskabsår med OPM i året før overtagelsen. Testet viser i tabel 3.3 ovenfor, at der ikke er fundet en signifikant forskel på de to sammenlignede perioder, som følge heraf fastholdes H_0 , og kan dermed ikke bekræfte, at der er en signifikant forskel i medarbejdernes effektivitet. Ud fra de to perioders middelværdi er der dog stadig en forskel på 363 kr. pr medarbejder. Der er for tredje ejerskabsår sket en stigning i % af stikprøven der opfylder H_1 . Nu er der 90,3 % af de testede selskaber, der opfylder hypotesen om forskel i effektiviteten. Men igen er signifikansniveauet på 95 % ikke opfyldt, trods at det nu kun er 2 selskaber, der adskiller valget mellem de to hypoteser ud af de i alt 34 selskaber.

Forskellen i effektiviteten blandt medarbejderne før og efter overtagelsen kan skyldes den forandring, der har været i ledelsen af PS. Hvis ledelsen efter overtagelsen har fået et større incitament til at skabe værdi i PS, kan dette have en afsmittende effekt på medarbejderne. Et eksempel kan være, at ledelsen nu er mere opmærksom på medarbejdernes effektivitet og sætter ind heroverfor. Eller det, at ledelsen nu har fået incitament, afspejler sig i ledelsens anvendelse af incitamentsafklønning af medarbejderne.

3.6.1.1 Vurdering af medarbejdernes effektivitet

Konklusionen på den fortagede test om medarbejdernes effektivitet i PS, må opdeles i to. På den ene side ses der en forskel i middelværdien af omsætningen pr. medarbejder i de testede perioder. Her er forskellen positiv for PS, og kan dermed bidrage til at bekræfte hypotesen. Ses der derimod

på hvor signifikant denne forskel er, må det konkluderes, at hypotesen falder for det valgte signifikansniveau.. Havde signifikansniveauet været på 0,1 i stedet for 0,05, ville der have været en signifikant forskel. Hypotesen må dog i sidste ende statistisk set afkræftes, grundet signifikansniveau.

3.6.2 Effektivisering af porteføljeselskaberne

Hypotese 2: KF gør deres PS mere effektive, end de var før overtagelsen.

Under denne hypotese vil det blive analyseret, om det ud fra selskabets nøgletal kan konkluderes, at KF-ejerskabet gør selskabet mere effektivt. Analysen sker på baggrund af AG, OG og AOH. Indflydelse på selskabets effektivitet kan ske gennem fokus på de strategiske og operationelle beslutninger, som kan medføre en ændring af nøgletallene, hvorfor det er på baggrund af disse, at hypotesen testes.

3.6.2.1 Afkastningsgraden

AG er et udtryk for, hvilken forrentning selskabet genererer på baggrund af de samlede aktiver, uden her at se på hvordan afkastet efterfølgende fordeles. En forøget AG kan indikere, at selskabet er blevet i stand til at få genereret et højere afkast ud af den kapital der er til rådighed, og dermed blevet mere effektivt. Testet viser i tabel 3.4 nedenfor, at der er en forskel på de to perioders middelværdi, hvor den gennemsnitlige ejerskabsperiode har den mindste AG. Denne forskel er signifikant forskellig fra året før overtagelsen, da t_{stat} er større end den kritiske værdi. P-værdien af testet viser, at der er 96 % af selskaberne, der taler for, at de to testede perioder er forskellige, og dermed at PS har en lavere AG end før overtagelsen. Hypotesen om, at KF-ejerskabet har en effektiviserende indvirkning på selskabet, kan derfor ikke bekræftes gennem testet af AG.

AG i gennemsnit over ejerskabsperioden			AG i 3. ejerskabsår		
Test: Paired Two Sample for Mean:			t-Test: Paired Two Sample for Means		
	AG året før køb	AG gns ejerskab		AG året før køb	3. ejerskabsår
Mean	12,20881542	7,026698372	Mean	12,20881542	8,215748171
Variance	142,1370884	123,0791173	Variance	142,1370884	265,5984782
Observations	35	35	Observations	35	35
Pearson Correlation	0,183977385		Pearson Correlation	0,160348277	
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	34		df	34	
t Stat	2,083356486		t Stat	1,271053061	
P(T<=t) one-tail	0,022404167		P(T<=t) one-tail	0,106168684	
t Critical one-tail	1,690924198		t Critical one-tail	1,690924198	
P(T<=t) two-tail	0,044808334		P(T<=t) two-tail	0,212337369	
t Critical two-tail	2,032244498		t Critical two-tail	2,032244498	

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 4

Tabel 3.4 T-test af AG over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Samme analyse foretages for tredje ejerskabsår. Det er i denne sammenhæng interessant at se, om der er sket en forbedring. En forbedring kunne tyde på, at der i de første år havde været et så ringe afkast, at det havde trukket gennemsnittene ned for hele ejerskabsperioden, selvom der rent faktisk kan være skabt en højere AG end før overtagelsen, senere i ejerskabsperioden. Af tabel 3.4 ovenfor ses det, at der fortsat er en lavere AG for PS, men at AG ikke er lige så lav, som for hele ejerskabsperioden. Dette kan tyde på, at det over tid går PS bedre, og at PS kan være inde i en positiv udvikling. Forskellen er ikke længere signifikant mellem de to perioder, da t_{stat} nu er lavere end t_{kritisk} , og H_0 forkastes ikke. Dette er et udtryk for, at AG for året før køb og tredje ejerskabsår ikke er signifikant forskellige. P-værdien beretter dog, at der stadig er 79 % af PS som taler for en forskel, og dermed en forringet AG. Samlet set, er forskellen på tredje ejerskabs år og hele ejerskabsperioden ikke udslagsgivende for den i opgaven opstillede hypotese, da det i ingen af de to tilfælde er muligt at påvise en signifikant forøget AG. Dermed er det ikke muligt, at bekræfte den i opgaven opstillede hypotese, og det kan derved ikke på denne baggrund bekræftes, at PS er mere effektive end ikke KF-ejede selskaber.

3.6.2.2 Overskudsgraden

Men AG er ikke det eneste der kan blive påvirket af, at selskabet er ejet af en KF. Der kan ligge en effektivisering, hvis der ses en stigning i OG. Effektiviseringen kan være begrundet i, at der er truffet beslutninger om at gå PS omkostningsstruktur igennem for at optimere denne. Dette kan være besluttet, som følge af en forstærket incitamentsordning for ledelsen. Hvis dette har været succesfuldt, og der samtidig ikke har været en nedgang i PS omsætning, vil der være en stigning i OG. Testet er foretaget på samme måde som tidligere, med OG året før overtagelse overfor gennemsnittet i ejerskabsperioden. Testet viser i tabel 3.5 nedenfor, at der er en forskel i

middelværdien for overskudsgraden mellem de to perioder. Det ses i tabellen, at T_{stat} er lavere end t_{kritisk} . Testet måler derfor ikke denne forskel til at være signifikant, så H_0 fastholdes. Dette er til trods for at der er fundet en forskel, hvor der er sket et fald efter overtagelsen. P-værdien viser, at der er 79 % af selskaberne der opfylder H_1 om, at der er en signifikant forskel. Forskellen i testet er en negativ forskel for de KF-ejede selskaber, hvilket også var tilfældet for AG. Der er dermed en lavere AG efter overtagelsen, og den i afhandlingen opstillede hypotese vil alene herudfra skulle forkastes.

OG i gennemsnit over ejerskabsperioden			OG i 3. ejerskabsår		
t-Test: Paired Two Sample for Means			t-Test: Paired Two Sample for Means		
	OG året før køb	OG gns ejerskab		OG året før køb	3. ejerskabsår
Mean	7,435851713	5,294225901	Mean	7,435851713	9,18435442
Variance	184,475846	188,9010615	Variance	184,475846	83,05624584
Observations	32	32	Observations	32	32
Pearson Correlation	0,759013534		Pearson Correlation	0,16127716	
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	31		df	31	
t Stat	1,277028227		t Stat	-0,655616111	
P(T<=t) one-tail	0,105537488		P(T<=t) one-tail	0,258453815	
t Critical one-tail	1,695518742		t Critical one-tail	1,695518742	
P(T<=t) two-tail	0,211074975		P(T<=t) two-tail	0,51690763	
t Critical two-tail	2,039513438		t Critical two-tail	2,039513438	

Tabel 3.5 T-test af OG over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 5

I dette test er det ligeledes interessant, om der kan være sket en forbedring af OG i tredje ejerskabsår. For dette testes ses det af tabel 3.5 ovenfor, at der sket en ændring i OG, hvor der er en større OG for det tredje ejerskabsår end for året før køb. Dette kan være et udtryk for, at PS har brugt nogle år på effektivt, at få tilpasset omkostningerne, så det er muligt at genere et større overskud. Forskellen mellem de to perioder er ikke blevet signifikant, selvom der er 48 % af selskaberne der taler for en signifikans. I forhold til forrige test for hele ejerskabsperioden, hælder dette test over til en positiv indvirkning på effektiviteten af PS. Forskellen er dog stadig ikke signifikant, og kan således ikke bekræfte den i afhandlingen opstillede hypotese, til trods for en højere middelværdi.

3.6.2.3 Aktivernes omsætningshastighed

Det skal her undersøges, hvordan udviklingen har været i AOH, når selskabet bliver KF-ejet. AOH er et udtryk for, hvor god virksomheden er til at skabe omsætning af de investerede aktiver. Er nøgletallet vokset, formår selskabet at øge omsætning, givet aktivmassen er den samme, hvilket er et udtryk for en effektivisering. Her ses, som i de tidligere test, på værdierne af AOH i året før KF overtager selskabet, og et gennemsnit af AOH over hele ejerskabsperioden. Testet ses af tabel 3.6

nedenfor. For denne test er middelværdierne forskellige, og AOH er størst for året før overtagelsen. For dette test af AOH er der ikke signifikant forskel, da t_{stat} er lavere end t_{kritisk} og p-værdien er over α -niveauet. Derudover ses det af p-værdien, at der er 71 % af selskaberne der taler for en signifikans. Dette er et udtryk for, at KF-ejerskabet ikke har formået at effektivisere selskabet yderligere, og den i opgaven opstillede hypotese kan i dette tilfælde ikke bekræftes. Hvorvidt det forholder sig således i det tredje ejerskabsår næste test.

AOH i gennemsnit over ejerskabsperioden			AOH i 3. ejerskabsår		
t-test: Parvis dobbelt stikprøve for middelværdi			t-test: Parvis dobbelt stikprøve for middelværdi		
	AOH året før køb	AOH gns ejerskab		AOH året før køb	3. ejerskabsår
Middelværdi	1,284354129	1,170714556	Middelværdi	1,284354129	1,101741106
Varians	0,373490159	0,39158723	Varians	0,373490159	0,367514665
Observationer	32	32	Observationer	32	32
Pearson-korrelation	0,537176013		Pearson-korrelation	0,316466791	
Hypotese for forskel i middelværdi	0		Hypotese for forskel i middelværdi	0	
fg	31		fg	31	
t-stat	1,080123621		t-stat	1,451486961	
P(T<=t) en-halet	0,144209603		P(T<=t) en-halet	0,078345006	
t-kritisk en-halet	1,695518742		t-kritisk en-halet	1,695518742	
P(T<=t) to-halet	0,288419205		P(T<=t) to-halet	0,156690012	
t-kritisk to-halet	2,039513438		t-kritisk to-halet	2,039513438	

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 6

Tabel 3.6 T-test af AOH over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Testet viser i tabel 3.6 ovenfor, at året før overtagelse har stikprøven en middelværdi på 1,28 og dermed har selskabet formået at omsætte sine aktiver ca. 1,3 gange. Efter overtagelsen formår selskabet i tredje ejerskabsår kun at omsætte sine aktiver 1,1 gang. T_{stat} er igen lavere end den kritiske værdi. H_0 kan derfor ikke forkastes til fordel for H_1 , om at der er signifikant forskel på de to testede grupper. Af p-værdien fremgår det, 84 % af PS alligevel tyder på at der er forskel, men signifikansniveauet på 95 % for at forkaste H_0 er endnu ikke opfyldt. De 84 % er i denne analyse et udtryk for, at 27 PS har påvist en forskel i stikprøven. Ved sammenligning af dette resultat med resultatet for den gennemsnitlige ejerskabsperiode, er der sket et fald i AOH. AOH er bedre gennemsnitligt over ejerskabsperioden end i tredje ejerskabsår. Dette kan, som tidligere omtalt, være et udtryk for, at der kort efter at KF har overtaget selskabet, er foretaget store investeringer i aktiverne. På den måde kan selskabet stadig i tredje ejerskabsår være belastet heraf og ikke være kommet op på en omsætning tilsvarende eller større. Den i opgaven opstillede hypotese kan altså ikke bekræftes igennem test af AOH, da det her ikke er muligt at påvise en positiv signifikant forskel.

3.6.2.4 Vurdering af porteføljeselskabernes effektivitet

Der fremgår af de gennemgåede tests, at det ikke har været muligt at påvise en positiv signifikant forskel til fordel for undersøgelsesgruppen. Dog var der ved OG for tredje år en højere middelværdi, men stadig ikke nok til at være signifikant. Det skal her bemærkes, at en forøget investering i aktiver, alt andet lige, vil resultere i lavere nøgletal, da det må anses for sandsynligt, at PS har brug for noget tid, til at udnytte den forøgede aktivmasse fuldt ud. I denne mellemliggende periode, vil det derfor ikke være muligt for omsætningen at stige, i takt med den forøgede aktivmasse, hvilket vil resultere i et lavere nøgletal for AOH samt AG. Samlet set har det derfor ikke været muligt, at påvise en højere effektivitet hos PS end hos ikke KF-ejede selskaber, og dermed har det ikke været muligt at bekræfte den i opgaven opstillede hypotese.

3.6.3. Porteføljeselskabernes risiko

Hypotese 3: PS tager højere risiko, end ikke KF-ejede selskaber.

Under denne hypotese vil det blive analyseret, hvorvidt PS påtager sig større risici efter de er blevet opkøbt af en KF. Grundlaget for en be- eller afkræftelse af hypotesen er nøgletallene LG, SG og F/E, da de alle på hver sin måde, giver et udtryk for PS risikoprofil.

3.6.3.1 Likviditetsgraden

LG er første nøgletal, som skal testes. Hvis denne er faldet i forhold til sammenligningsgruppen, er det et udtryk for, at PS løber en større risiko. Risikoen er forbundet med, at selskabet vil have færre likvide midler til at betale deres kreditorer med, såfremt de skulle indfris på én gang. Som i forrige afsnit ses først på den gennemsnitlige ejerskabsperiode og dernæst på tredje ejerskabs år. Tabel 3.7 nedenfor viser t-testet for året før køb og den gennemsnitlige ejerskabsperiode. Det ses, at middelværdien er lavere under KF's ejerskab end året før køb. Dette tyder på, at PS påtager sig mere risiko. Det ses af tabellen, at t_{stat} er lavere end t_{kritisk} og at p-værdien er højere end α -niveauet. Testet kan KF' indtræden, og middelværdien for LG i hele KF's ejerskabsperiode. P-værdiens

størrelse viser yderligere, at der kun er 5,6 % af PS, som rent faktisk taler for en signifikant forskel. Det er langt fra de påkrævede 95 %, før en signifikant forskel ville blive accepteret. Testet opfylder dermed ikke opgavens tredje hypotese.

LG i gennemsnit ejerskabsperiode			LG i 3. ejerskabsår		
t-test: Parvis dobbelt stikprøve for middelværdi			t-test: Parvis dobbelt stikprøve for middelværdi		
	LG året før køb	LG gns ejerskab		LG året før køb	3. ejerskabsår
Middelværdi	149,4169948	148,2474645	Middelværdi	149,4169948	135,3448392
Varians	9469,730425	9102,571545	Varians	9469,730425	6117,618603
Observationer	27	27	Observationer	27	27
Pearson-korrelation	0,607995682		Pearson-korrelation	0,281725156	
Hypotese for forskel i middelværdi	0		Hypotese for forskel i middelværdi	0	
fg	26		fg	26	
t-stat	0,071211353		t-stat	0,687903227	
P(T<=t) en-halet	0,471887245		P(T<=t) en-halet	0,248802738	
t-kritisk en-halet	1,705617901		t-kritisk en-halet	1,705617901	
P(T<=t) to-halet	0,94377449		P(T<=t) to-halet	0,497605476	
t-kritisk to-halet	2,055529418		t-kritisk to-halet	2,055529418	

Tabel 3.7 T-test af LG over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 8

For tredje ejerskabsår ser testet en smule anderledes ud, hvilket fremgår af tabel 3.7 ovenfor. Her er middelværdien for tredje ejerskabsår stadig lavere, end året før KF købte PS. Den er endda relativt lavere, end i tilfældet med den gennemsnitlige ejerskabsperiode. Hvorvidt den er signifikant lavere end året før køb, skal ses ud fra at t_{stat} er lavere end t_{kritisk} , og at p-værdien er højere end α . Det har dermed ikke været muligt at påvise en signifikant forskel på de to middelværdier. Dog ses det på p-værdien, at der i testet er 50,3 % af de 27 PS, som hentyder til at der er tale om en signifikant forskel. Der er dog stadig langt op til signifikansniveauet på 95 %. I forhold til hele KF's ejerskabsperiode, er der generelt flere af PS, som påtager sig mere risiko i tredje ejerskabsår, end i året før køb. Det har dog ikke været muligt at påvise, at den beregnede middelværdi var signifikant lavere, hvorfor der heller ikke ud fra dette test er belæg for, at bekræfte den opstillede hypotese om, at kapitalfondsejede selskaber tager større risiko.

Den i opgaven opstillede hypotese afkræftes i begge tilfælde ved testet af LG. Det er dog ikke nok kun at se på LG. Både SG og F/E skal tages med i den samlede vurdering af, hvor meget risiko selskaberne påtager sig. Dette bringer os videre til nøgletallet SG, som er det næste der skal testes.

3.6.3.2 Soliditetsgraden

Udviklingen i SG er udtryk for, hvor godt selskabet er til at bære tab, og dermed hvor solidt selskabet er. Hvis SG i undersøgelsesgruppen er faldet, i forhold til sammenligningsgruppen, så er

det et tegn på, at selskaberne i undersøgelsesgruppen løber en større risiko. Nedenfor viser tabel 3.8 testet af SG før KF opkøber selskabet, i forhold til KF's gennemsnitlige ejerskabsperiode. Af tabellen fremgår det, at middelværdien er lavere for KF's gennemsnitlige ejerskabsperiode, end for året før KF opkøbte selskabet. Yderligere ses det, at denne forskel er signifikant, idet at t_{stat} er højere end t_{kritisk} , og at p-værdien er lavere end vores signifikansniveau α . Det ses endda, at p-værdien er meget lav, hvilket bestyrker signifikansen, idet der i 99,5 % af tilfældene er en signifikant forskel på de to grupper. Eftersom der er en signifikant forskel imellem de sammenlignede grupper gennemsnitlige SG, og at den for undersøgelsesgruppens tilfælde er lavere, viser testet, at PS påtager sig en større risiko end ikke KF-ejede selskaber. Den i opgaven opstillede hypotese kan altså i dette tilfælde bekræftes på baggrund af SG.

SG i gennemsnit over ejerskabsperioden			SG i 3. ejerskabsår		
t-Test: Paired Two Sample for Means			t-Test: Paired Two Sample for Means		
	SG året før køb	SG gns ejerskab		SG året før køb	3. ejerskabsår
Mean	40,09622354	28,74249729	Mean	40,09622354	31,11100952
Variance	311,9428453	447,4335187	Variance	311,9428453	511,5235614
Observations	35	35	Observations	35	35
Pearson Correlation	0,333416612		Pearson Correlation	0,33338044	
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	34		df	34	
t Stat	2,973587802		t Stat	2,252094162	
P(T<=t) one-tail	0,002689991		P(T<=t) one-tail	0,015442993	
t Critical one-tail	1,690924198		t Critical one-tail	1,690924198	
P(T<=t) two-tail	0,005379982		P(T<=t) two-tail	0,030885986	
t Critical two-tail	2,032244498		t Critical two-tail	2,032244498	

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 9

Tabel 3.8 T-test af SG over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

For at se, om dette også gør sig gældende for tredje ejerskabsår, er der også for denne periode udarbejdet et test. Testet fremgår ovenfor af tabel 3.8. Det fremgår af tabellen, at middelværdien også i tredje ejerskabsår er lavere, end det for året før KF opkøbte PS. Yderligere ses det af testet, at t_{stat} igen er højere end t_{kritisk} , samt at p-værdien også her er lavere end α . Af p-værdien ses det, at der er 96,9 % sandsynlighed for, at den fundne forskel er signifikant. Forskellen i mellem de to grupper er således signifikant. Sammenholdes dette med det lavere middeltal for undersøgelsesgruppen, er det således et udtryk for, at PS i tredje ejerskabsår løber en større risiko, end det er tilfældet for året før KF opkøbte dem. Dermed kan den i opgaven opstillede hypotese også i dette tilfælde bekræftes. Der er i de to tests en næsten ens p-værdi, hvilket blot understreger den negative ændring af PS SG og dermed påtagelsen af risiko før og efter KF's køb.

Den i opgaven opstillede hypotese bekræftes således i begge tests af SG, med en meget lille fejlmargen. Resultatet taler derfor kraftigt for, at KF-ejede selskaber påtager sig en større risiko end

ikke KF-ejede selskaber. Dette bringer os videre til testet af F/E, som er det sidste nødvendige nøgletal, for at be- eller afkræfte hypotesen.

3.6.3.3 Gearingsforholdet

F/E er sidste nøgletal, som skal testes. Hvis der for undersøgelsesgruppen observeres et højere F/E end for sammenligningsgruppen, er dette således et udtryk for, at selskaberne løber en højere risiko, efter de er blevet opkøbt af en KF. Nedenfor viser tabel 3.9 testet af F/E i året før KF opkøber PS, i forhold til KF's gennemsnitlige ejerskabsperiode. Af tabellen fremgår det, at middelværdien for den gennemsnitlige ejerskabsperiode er højere end for året før køb. Der er altså en forskel, men hvorvidt forskellen er signifikant, kan ses ud fra tabellens øvrige værdier. Her ses det, at t_{stat} er numerisk lavere end t_{kritisk} samt at p-værdien er højere end signifikansniveauet α .

Der kan derved ikke ud fra testet påvises en signifikant forskel mellem de to middelværdier. Yderligere ses det af p-værdien, at der kun er 1,1 % der taler for, at den fundne forskel er signifikant. Dermed kan den i opgaven opstillede hypotese i dette tilfælde ikke bekræftes, til trods for en højere middelværdi, da den ikke er signifikant højere.

F/E i gennemsnit over ejerskabsperioden			F/E i 3. ejerskabsår		
t-Test: Paired Two Sample for Means			t-Test: Paired Two Sample for Means		
	F/E året før køb	F/E gns ejerskab		F/E året før køb	3. ejerskabsår
Mean	2,022445026	2,059001904	Mean	2,022445026	4,535321597
Variance	3,705758888	217,1209711	Variance	3,705758888	212,46467
Observations	35	35	Observations	35	35
Pearson Correlation	-0,419971536		Pearson Correlation	-0,131390566	
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	34		df	34	
t Stat	-0,013827022		t Stat	-0,994314332	
P(T<=t) one-tail	0,494524402		P(T<=t) one-tail	0,163546989	
t Critical one-tail	1,690924198		t Critical one-tail	1,690924198	
P(T<=t) two-tail	0,989048803		P(T<=t) two-tail	0,327093978	
t Critical two-tail	2,032244498		t Critical two-tail	2,032244498	

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 10

Tabel 3.9 T-test af F/E over den gennemsnitlige ejerskabsperiode samt i 3. ejerskabsår

Der testes på samme måde for tredje ejerskabsår. Ovenfor viser tabel 3.9 testet af F/E for året før køb i forhold til tredje ejerskabsår. Af tabellen fremgår det, at middelværdien her er over dobbelt så stor for tredje ejerskabsår end tilfældet før køb. Umiddelbart skulle dette uden tvivl være en signifikant forskel, men det fremgår af tabellen, at t_{stat} er numerisk lavere end t_{kritisk} , samt at p-værdien er højere end α , hvilket udelukker muligheden for en signifikant forskel. Derudover kan det ses, at 67,3 % af selskaberne i undersøgelsen taler for en signifikant forskel. Dette er dog ikke

højt nok til at opfylde det opstillede signifikansniveau på 95 %, hvorfor det altså ikke kan udelukkes, at den observerede forskel er fremkommet ved en tilfældighed. Der er derved ikke tale om en signifikant forskel.

F/E er dermed ikke i stand til at bekræfte hypotesen, til trods for at middelværdien ligger højere i begge tilfælde. Det ses dog også i tilfældet for tredje ejerskabsår, at der er nogen usikkerhed omkring resultatet, og at især den høje varians kunne være medvirkende årsag til dette.

3.6.3.4 Vurdering af porteføljeselskabernes risiko

Samlet set for alle 3 nøgletal i forhold til selskabernes risikopåtagelse, er det kun SG, som direkte påviser en signifikant forskel, og dermed understøtter den opstillede hypotese. Både testet af LG og testet af F/E har middelværdier, som begge tyder på en forøget risikopåtagelse, men som grundet manglende påvisning af signifikante forskelle, ikke har kunne bekræfte hypotesen. Der er dog ved tredje ejerskabsår, for både LG og F/E, hhv. 50,3 % og 67,3 % af selskaberne, som taler for en signifikant forskel. Disse var ved den gennemsnitlige ejerskabsperiode hhv. 5,7 % og 1,1 %. Dette kan tale for, at det tager KF et par år, at gennemføre de ønskede ændringer i forhold til risikopåtagelsen, hvorfor de ikke slår igennem i den gennemsnitlige ejerskabsperiode, da de første år vil trække i den modsatte retning. Omvendt kan det også tale for, at risikopåtagelsen i selskaberne ændrer sig hen over tid. Således påtager de sig meget risiko i de første år, og efterfølgende nedbringer risikoen i de efterfølgende år, hvilket sammenhængen i signifikansniveauerne mellem gns. ejerskabsperiode tredje ejerskabsår også kan tyde på. Selvom der gennem LG og F/E ikke kan påvises en signifikant forskel, og dermed forøget risiko, så påvises der i ingen af tilfældene en lavere risiko efter overtagelse. Dette, sammenholdt med den forøgede risiko påvist gennem testet af SG gør, at den samlede vurdering taler for en øget risiko i PS. Dermed tager PS højere risiko end ikke KF-ejede selskaber, og den i opgaven opstillede hypotese kan bekræftes.

3.6.4 Sammenfattet konklusion på hypoteserne

Efterprøvelsen af de i opgaven opstillede hypoteser, har vist forskellige resultater. Det har ikke været muligt at bekræfte en højere effektivitet hos medarbejderne, selvom resultaterne godt kunne tolkes i den retning, da resultatet ligger meget tæt på det valgte signifikansniveau. Det har heller ikke været muligt at bekræfte effektiviseringen af PS, selvom der kunne argumenteres herfor, da der kan være tale om en effektivisering, som først kommer til udtryk i de sidste ejerskabsår. Det har derimod været muligt at bekræfte, at PS tager højere risiko, gennem en signifikant lavere soliditetsgrad. Ud af opgavens 3 opstillede hypoteser, har det kun været muligt at bekræfte 1, under det valgte signifikansniveau. I næste afsnit vil det kort blive undersøgt, om der er en sammenhæng mellem risiko, og effektivitet i PS, for herigennem at kunne underbygge KFs anvendelse af ovennævnte tiltag i forsøget på at skabe større værdi.

3.6.5 Korrelation mellem effektivitet og risiko

For at finde ud af, om der er en sammenhæng mellem KF's anvendelse af risiko og KF's ønske om højere effektivitet, er der udregnet korrelationsfaktorer for de berørte nøgletal. Dette fremgår nedenfor af tabel 3.10:

Korrelationsfaktorer mellem nøgletal for risiko og effektivitet				
	Afkastningsgraden		Omsætning pr. medarbejder	
	Gennemsnit for ejerskabsperioden	3. ejerskabsår	Gennemsnit for ejerskabsperioden	3. ejerskabsår
Likviditetsgraden	0,06	-0,06	-0,09	-0,21
Soliditetsgraden	0,43	0,35	-0,04	-0,03
Gearingsforholdet	-0,08	-0,71	-0,11	-0,1

Tabel 3.10 Korrelationsfaktorerne mellem nøgletal for risiko og effektivitet

Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 11

Det ses, at der er en svag til ingen samvariation mellem AG og LG, da de i begge perioder er meget tæt på 0 med en korrelationskoefficient på hhv. 0,06 og -0,06. Derudover ses det, at der er en betydelig positiv samvariation mellem AG og SG både for den gennemsnitlige ejerskabsperiode og det tredje ejerskabsår. Hvad angår samvariationen mellem AG og F/E, så er der for den gennemsnitlige ejerskabsperiode heller ikke her nogen samvariation. For tredje ejerskabsår er der dog en betydelig negativ samvariation på -0,71. Der er dermed tale om en samvariation mellem AG og hhv. SG og F/E. Selvom det kan siges, at der ikke er tale om en samvariation med alle tre risikobetonende nøgletal, så er der en betydelig samvariation i SG og F/E. Dermed er der tale om en samvariation mellem risikoen i PS og PS værdiskabelse.

På samme måde ses der på samvariationen mellem de risikobetonende nøgletal og medarbejdernes effektivitet. Det fremgår af tabel 3.10, at der er en samvariation mellem OPM og LG for det tredje ejerskabsår på -0,21 og en svag samvariation for den gennemsnitlige ejerskabsperiode på -0,09. Der er en meget svag samvariation mellem OPM og SG for begge perioder, idet korrelationskoefficienterne ligger på hhv. -0,04 og -0,03. Hvad angår samvariationen mellem OPM og F/E, så er den for begge perioder lidt svag idet den ligger på hhv. -0,11 og -0,1. Der er i modsætning til sammenligningen mellem risikoen og AG ikke særlig stærk samvariation, men derimod er der tale om en konsekvent samvariation i alle sammenligninger, hvoraf der for LG og F/E var tale om en egentlig samvariation. Dermed er der tale om en samvariation mellem risikoen i PS og medarbejdernes effektivitet.

Dette betyder, at KF anvender risiko som et værdiskabende tiltag. Det må derfor betragtes som usandsynligt, at en KF vil opkøbe selskaber, uden at gøre brug af de nævnte værdiskabende tiltag. De identificerede tiltag, såsom effektivisering af medarbejderne og en forøget risikooptagelse, må dermed betragtes som en samlet pakke ved KF's ageren på markedet. Hvilken konsekvens KF's anvendelse af de identificerede værdiskabende tiltag vil have for hele markedet, og dermed samfundet som helhed, ses der nærmere på i næste afsnit.

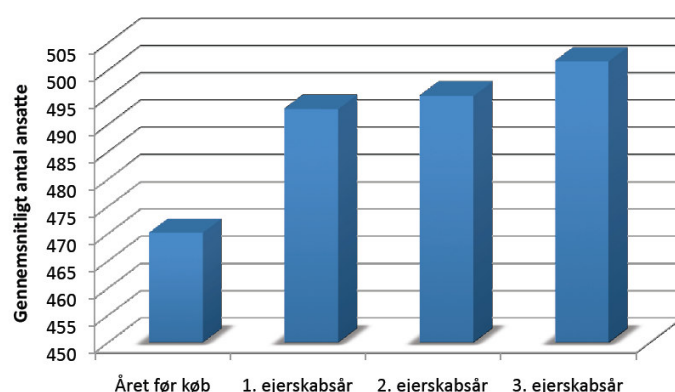
3.7 Diskussion af kapitalfondenes samfundsmæssige betydning

Dette afsnit vil trække resultaterne på de udførte tests i hele kapitlet sammen til en fælles diskussion af KF's samfundsmæssige betydning. Det vil derfor i dette afsnit blive vurderet, hvordan de gennemførte tests forholder sig mellem værdiskabelse til KFI og påvirkning af samfundet.

Kapitel 3 starter med et test af, om der kan konstateres en merværdiskabelse blandt KF-ejede selskaber overfor et gennemsnitligt selskab på det danske marked. Her er der taget udgangspunkt i det afkast, der kan skabes hhv. gennem et KF-ejet selskab og et gennemsnitligt dansk selskab. Testet viser, at der ikke er en signifikant forskel på de to gruppes genererede afkast, og at det ikke kan konkluderes, at PS overgår sammenligningsgruppen. Tvært imod er udtrykket af stikprøven meget lig sammenligningsgruppen. KF-ejerskabet har derfor hverken negativ eller positiv indvirkning på deres PS i forhold til afkastet. Der kan derfor ikke heraf udledes en samfundsmæssig påvirkning, der kan være forskellig fra et gennemsnitligt dansk selskab. Resultatet af den statistiske analyse udbygges med en undersøgelse af de parametre, der påvirker PS genererede afkast. Her er de væsentlige faktorer det primære resultat og den samlede aktivmasse. Hvis der er sket store aktivinvesteringer kort efter KF-overtagelsen, vil dette nedbringe PS AG, hvis ikke det har været muligt at få det primære resultat til at stige tilsvarende eller mere. AG for hele ejerskabsperioden kan derfor være stærkt påvirket af overtagelsen, grundet de tidlige års betydning for gennemsnittet for ejerskabsperiodens middelværdi. Dette kan derfor resultere i en lavere AG når det sammenholdes med det gennemsnitlige danske selskab, hvilket kan have påvirket resultatet i testet. Der vil ud fra denne betragtning kunne argumenteres for, at der på sigt kan genereres en merværdi overfor markedet, trods resultatet af den statistiske analyse ikke påviser dette. På baggrund af, at der ikke skabes et signifikant forskelligt afkast gennem et PS end i et ikke KF-ejet selskab, er der derfor samlet set ikke forskel i deres påvirkning af markedet og dermed samfundet, når det vurderes ud fra selskabernes genererede afkast. Hvordan KF's værdiskabende tiltag i PS bidrager til denne konklusion, og om disse tiltag har yderligere indvirkning på samfundet, diskuteres nedenfor.

Diskussionen tager udgangspunkt i de opstillede hypoteser i afsnit 3.6. Det er her interessant at se, hvilken indvirkning resultaterne af de opstillede hypoteser har for KF's samfundsmæssige betydning.

Når der tages fat i hypotesen vedr. medarbejdernes effektivitet, er det fra en lidt anden vinkel end den traditionelle i litteraturen. I kapitel 3.6 ses på, hvordan medarbejderne kan bidrage til PS værdiskabelse gennem en forøget effektivitet. Traditionelt når der ses på medarbejdere, ses der på om der er færre eller flere beskæftiget efter KF-overtagelsen. Det er korrekt, at dette har en betydning for samfundet, men antallet af medarbejdere er i sig selv ikke en indikator for effektivitet. Med den i opgaven opstillede hypotese, er blikket rettet mod effektivisering af medarbejderne og de samfundsmæssige effekter heraf. En af effekterne ved en effektivisering af medarbejderne i de KF-ejede PS, er indvirkningen på PS konkurrenceevne overfor omverdenen. Da medarbejderne bliver mere effektive, kan de producere mere for de samme omkostninger, hvorved PS marginale omkostninger vil falde. Denne effekt er særdeles vigtig for samfundet som helhed, da PS, alt andet lige, er i stand til at tilbyde lavere og mere konkurrencedygtige priser. Analysen af medarbejdernes effektivitet viser, at der ikke er en signifikant forskel, men at der alligevel er ca. 90 % af PS i testet der har en højere OPM efter KF's køb. Dette er et udtryk for, at der er en tendens til, at medarbejdere i PS er mere effektive, og dette bidrager positivt til PS konkurrenceevne og dermed en positiv indvirkning på samfundet. Dette underbygges yderligere, ved at se på figur 3.3, som viser PS's gennemsnitlige antal ansatte fra året før køb frem til og med tredje ejerskabsår. Antallet af ansatte stiger støt år for år hvilket betyder, at den opnåede OPM, ikke er fundet ved at skære i antallet af ansatte. Dermed sker der overordnet en paretoforbedring, da hver enkelt medarbejder skaber mere værdi end tidligere. Dette argumenterer for, at KF igennem anvendelse af værdiskabende tiltag, såsom incitamentsanordninger, påvirker samfundet positivt.



Kilde: Egen tilvirkning jf. bilag 12

Figur 3.3 Udviklingen antal ansatte fra året før overtagelse hen over de tre første år med kapitalfondsejerskab.

Herudover testes der i opgaven for om, PS generelt er mere effektivt ledet. Denne hypotese er baseret på effekterne af aktivt ejerskab. Hvis der statistisk kan argumenteres for, at der er sket en

forbedring i selskabets rentabilitet, på baggrund af en analyse af AG, AOH og OG, vil det kunne lægges til grund, at ledelsen har formået at træffe beslutninger, som har effektiviseret PS. I analysen er der en tendens til, at der efter overtagelsen er foretaget så store omstruktureringer af PS, at dette ikke afspejler sig i rentabiliteten før længere henne i ejerskabsperiode. Dette kan have bidraget til en meget lav AG, og dermed begrunde det lavere niveau observeret i forhold til sammenligningsgruppen. For denne analyse er det muligt at teste realiteten af antagelsen om, at en kraftig stigning i aktivmassen kan være medvirkende årsag til den lave AG. For at se realiteten af dette, tages der udgangspunkt i den samlede mængde aktiver i 36 af de 38 selskaber. Her sammenlignes den samlede mængde aktiver for første år efter KF-overtagelsen, med den samlede mængde aktiver året før overtagelsen. Sammenligningen viser en stigning på 15 % i aktivmassen efter KF's overtagelse. Dette skal ses i forhold til ændringen i det primære resultat, som direkte viser et fald på 9 % fra året før overtagelse til året efter overtagelse⁹⁵. Der er derfor en markant stigning i den samlede aktivmasse i forhold til udviklingen i det primære resultat, og dette bekræfter antagelsen om, at den lave AG skyldes store aktivinvesteringer kort efter overtagelsen. Dette resultat bidrager derfor med en antagelse om, at PS kan være mere effektive på sigt. Dog må det bemærkes, at der er et faldende primært resultat. En mulig årsag kan være stigende omkostninger i forbindelse med etablering af den forøgede aktivmasse. Dette kan være en mulig forklaring på, at en øget effektivitet først kan identificeres på sigt i det primære resultat. Denne antagelse passer godt med andre studier af KF, som påviser at værdiskabelsen først kommer efter 6 års KF-ejerskab.⁹⁶

Som tidligere omtalt, kan der være en tendens til, at PS er undervurderet af de tidligere ejere, og dermed øjner KF muligheden for en værdistigning. For at realisere denne værdistigning kan det være nødvendigt, at der foretages investeringer i selskabet med omkostninger til følge, hvilket kan være grunden til stigningen i aktiverne og faldet i det primære resultat. Når den mulige værdistigning bliver realiseret, sælger KF selskabet, som nu kan sælges for en højere værdi, netop på grund af KF's iværksatte tiltag. Om dette bidrager positivt eller negativt til samfundet er omstridt. Det faldende primære resultat kan også tolkes, som en for stor mængde aktiver som ikke kan udnyttes af PS, eller at der ganske enkelt ikke er opnået en effektivisering i PS med faldende resultat til følge.

⁹⁵ Se bilag 13

⁹⁶ Bandunenko, Baum, og Scäfer (2010)

I den sidste hypotese blev det testet, hvorvidt det kan påvises, at KF-ejerskab medfører en øget risikooptagelse i det underliggende PS. Grunden til at der testes for denne hypotese, er blandt andet den sammenhæng, der er mellem fremmedkapital og rentefradrag. Her kan optagelse af gæld muliggøre en forøgelse af selskabets overskud, og derigennem skabe værdi, for både samfundet og investorer. Resultatet af testet for SG er, at der er sket et signifikant fald i SG, hvilket er et udtryk for, at PS påtager sig en forøget risiko. Dette påvirker herigennem selskabets evne til at kunne modstå tab. Når PS på den måde bliver mindre solidt, påfører det kreditorerne en samtidig større risiko, for ikke at kunne få indfriet deres tilgodehavender. Risikoen bliver på den måde forskudt over på kreditorerne, og kan derigennem påvirke samfundets værdiskabelse negativt. Denne forøgelse af risikoen i PS, sker udelukkende på grund af KFs overtagelse, da det må formodes ikke at ville være sket, hvis KF ikke havde overtaget PS. Ender PS med at gå konkurs, som følge af den forøgede risiko i selskabet, har KF været en direkte årsag til dette. PS konkurs resulterer i arbejdsløse medarbejdere, som hvis selskabet havde haft en lavere risiko, stadig havde haft et arbejde. Denne negative indvirkning kan derfor argumentere for, at KF gennem deres kapitalstruktur kan siges at have en negativ indvirkning på samfundet, som følge af den forøgede risiko de påføre PS. Der kan altså ikke være tale om en paretoforbedring, da kreditorerne bliver stillet værre end de var, hvis PS løb en lavere risiko. Hvorvidt det kan siges at være en kaldor-hicks efficient fordeling, må bero på en vurdering af den samlede nytte PS får ud af den forøgede risiko, i forhold til den indvirkning det har på kreditorerne når det går galt. Det er ikke muligt for denne opgave umiddelbart at vurdere størrelsen heraf. Et argument for, at det ikke er kaldor-hicks efficient er, at den større risiko der bliver lagt over på kreditorerne kan udvikle sig til at blive en systemisk risiko, da den kan smitte videre til resten af markedet og forstærke den negative effekt gennem en generel mistillid til risikopræget belåning. Dermed udgør PS højere risiko, samlet set ikke en forbedring af den samlede nytte. Selvom PS alene godt kunne opnå en større værdi ved den højere risiko, må det formodes at det samfundsmæssige tab vil overstige dette, hvorfor denne eksternalitet må siges at være negativ. På baggrund af dette må det konkluderes, at KF gennem deres risikoprofil i deres PS har en negativ effekt på samfundet.

3.7.1 Eksternaliteternes effekt

De ovenstående argumenter, vil i det følgende blive trukket sammen til en samlet vurdering af KF's samfundsmæssige påvirkning, via deres PS. Der er i opgaven påvist, en negativ eksternalitet af KF-ejerskabet i PS i form af en højere risiko i PS. Der er i opgaven også påvist positive eksternaliteter af KF-ejerskabet i PS. Dels i form af en stigende effektivitet blandt medarbejdere, og dermed en forbedret konkurrenceevne, og dels ved muligheden for at foretage investeringer i selskaber, hvor der er mulighed for værdiskabelse på baggrund af investeringen. Såfremt samfundet ønsker disse positive eksternaliteter, må konklusionen være, at samfundet er *nødsaget* til at kunne håndtere den øgede risiko KF medfører. Dette skyldes, at KF nok giver visse fordele for samfundet, men samtidig kræver KF også, at kunne anvende en kapitalstruktur der er til fordel for KF og KFI. Dermed må samfundet også acceptere den negative eksternalitet, hvis de positive eksternaliteter skal realiseres. Det må derfor være op til en samlet afvejning af disse eksternaliteter, hvorvidt det er ønskværdigt for samfundet, at have KF til at operere på markedet. Samfundets håndtering af KF's anvendelse af risikoen er derfor afgørende for, om KF vælger at investere i PS eller ej. For drastiske og omkostningsbebyrdende ændringer kan fjerne KF's incitament, og medføre at KF ikke længere vil operere på markedet, og dermed fjerne alle eksternaliteternes nuværende effekter på samfundet. Hvis effekten af de positive eksternaliteter overstiger effekten fra den negative eksternalitet, så er et totalt exit fra KF's side naturligvis ikke ønskværdigt.

Hvad angår størrelsen af den negative eksternalitet, så består den af en lille del og en stor del. Den lille del repræsenterer den negative indvirkning der kan være af, at PS går konkurs og påføre sine kreditorer og medarbejdere et tab. Der kan argumenteres for, at omfanget af denne eksternalitet er begrænset, grundet KF's kendskab til gearing ud fra den optimale kapitalstruktur, hvorfor den ikke vil have nogen grund til at geare PS for kraftigt. Dette taler for, at det kun vil være i begrænsede tilfælde, at denne eksternalitet egentligt vil opstå, hvorfor den betegnes som en lille negativ eksternalitet. Det er vigtigt her at understrege, at en konkurs i sig selv ikke nødvendigvis er en negativ eksternalitet der kan tilskrives KF, men at det kun er i de tilfælde, hvor konkursen opstår direkte som følge af en for kraftig gearing fra KF's side, at der er tale om en negativ eksternalitet. Den store del af den negative eksternalitet, kan kategoriseres ud fra KF's gearing, dvs. hvis den igennem gearing af PS er i stand til at påvirke den systemiske risiko. At påvirke den systemiske risiko kan være katalysator for et større kollaps hen over flere markeder, og den negative

eksternalitet vil i det tilfælde være enorm. Et sådan kollaps kan eksempelvis være den finansielle krise der startede i sommeren 2007, hvorfor den betragtes som den store del, af den negative eksternalitet. De positive eksternaliteter overstiger de negative, i det tilfælde der kun er tale om den lille del af den negativ eksternalitet. Dette kan begrundes med, at der for hver KF-investering vil ske påvirkning gennem de positive eksternaliteter, hvorimod den lille negative eksternalitet, kun vil have en indvirkning, når KF har overgearet PS. Hvis det forholder sig omvendt, og der kan påvises en sammenhæng mellem KF's aktiviteter og den systemiske risiko, vil de negative eksternaliteter langt overstige niveauet for de positive eksternaliteter. KF's aggregerede effekt af dens eksternaliteter vil i så fald være negativ for samfundet, grundet den enorme omkostning der følger af et kollaps på flere markeder.

3.8 Økonomisk delkonklusion

Det kan på baggrund af den økonomiske analyse konkluderes, at PS's værdiskabelse ikke overgår et samlet gennemsnit af selskaber på det danske marked. Resultatet af testet tager dog ikke højde for, hvorvidt en værdiskabelse først kommer til udtryk i de valgte nøgletal, i de sidste år inden KF sælger PS. Men overordnet set må resultatet af testet være, at der umiddelbart ikke er en usædvanlig værdiskabelse at konstatere efter en KF-overtagelse.

Derudover kan det konkluderes, at KF forsøger at skabe værdi i deres PS, ved at påvirke PS gennem tre i opgaven identificerede tiltag. Det ene tiltag er en forening af interesser ned gennem hele strukturen, hvorigennem interessekonflikter elimineres og incitament skabes, hvilket til sidst kan resultere i en højere effektivitet hos medarbejderne. Testet herfor viser at der er en højere gennemsnitlig OPM end gældende for sammenligningsgruppen. Testet er dog ikke stærkt nok til at kunne statuere statistisk signifikans ud fra det valgte signifikansniveau. Denne konklusion underbygges med en indikation af, at der trods alt alligevel er 89 % af stikprøven for PS, der taler for en højere OPM end i sammenligningsgruppen. Et andet tiltag er, at KF anvender aktivt ejerskab, for herigennem at påvirke ledelsen og dermed effektivisere PS til, gennem den udøvede ledelse, at generere større værdi. Dette resultat er tvetydigt. Statistisk falder denne hypotese, men ved medtagelse af en generel stigning i aktivmassen efter KF-overtagelsen og følgerne heraf ved en lavere AG, kan hypotesen og effektivisering af PS via aktivt ejerskab ikke forkastes fuldstændigt. Derudover er det bevist, at KF som et tredje tiltag lader PS påtage sig en større grad af risiko, i forsøget på at skabe et højere afkast. Denne konklusion kan underbygges med et test af samvariationen mellem den påtagede risiko og selskabets generede afkast i form af AG. Her ses det at der mellem de to faktorer er en positiv samvariation, hvilket resulterer i en stigning af AG når der sker en stigning i risikopåtagelsen. At KF anvender forøget risiko, kan derved begrundes i dennes samvariation med PS afkast. Det må derfor antages, at denne risikoprofil er en afgørende faktor for KF's incitament til at agere på markedet.

Afslutningsvis må det konkluderes, at KF har en indvirkning på samfundet, både positivt og negativt. De to første tiltag, incitamentsskabelse og aktivt ejerskab, påvirker umiddelbart samfundet i en positiv retning, selvom der kan argumenteres for en vis negativ undertone. Det tredje tiltag, påtagelse af mere risiko, påvirker umiddelbart samfundet negativt, men også her er der en

indikation af, at det kan have en positiv betydning for samfundet til en vis udstrækning. Det vurderes, at de to første tiltag samlet set har potentiale til at skabe større positiv indflydelse på samfundet end det sidste tiltag fjerner, hvorfor KF's overordnede indvirkning på samfundet alene heraf må vurderes at være overvejende positiv. Men den altovervejende konklusion bliver, at det samfundet kan vinde ved KF's eksistens er afhængig af hvordan, samfundet formår at håndtere de negative eksternaliteter, der følger af KF's eksistens som markedsaktør.

KAPITEL 4 – INTEGRERET ANALYSE

4.1 Indledning

Kapitlet vil behandle den integrerede del af problemformuleringen præsenteret i kapitel 1. Det søges her vurderet hvorvidt hhv. DVCA-R og FAIF-D er efficiente i deres måde at regulere KF-området. Dette vurderes ud fra den indvirkningen bestemmelserne har på KF's anvendelse af de værdiskabende tiltag, og de heraf følgende eksternaliteter. Det afgørende for reguleringen af KF-området er, om den regulering der foretages, formår at håndtere de negative eksternaliteter, der følger af KF's eksistens. Til vurderingen af problemstillingen tages der udgangspunkt i de gennemførte analyser af hhv. DVCA-R og FAIF-D. Det analyseres, hvordan der kan ske samfundsmæssig efficient regulering. Dernæst vurderes det, om de to reguleringsformer i kraft af deres indvirkning på de værdiskabende tiltag, er udtryk for efficient regulering af KF-området. I første del af kapitlet vurderes de to reguleringsformers indvirkning på incitamentet til anvendelse af de værdiskabende tiltag. Dernæst redegør næste afsnit for, hvilken indflydelse en ændring i incitamentet til anvendelse af de værdiskabende tiltag, har for eksternaliteterne på samfundet. Efterfølgende i kapitlets tredje del vurderes det, hvordan der kan ske efficient regulering af KF-området, og om de to reguleringstyper er efficiente bud.

4.2 Indvirkning på anvendelsen af de værdiskabende tiltag

Ud fra den juridiske analyse er både DVCA-R og FAIF-D blevet analyseret. Det er med udgangspunkt i de to analyser, at det nu søges vurderet, hvordan de to reguleringsformer får indvirkning, på KF's incitament til at anvende de værdiskabende tiltag.

Hvert tiltag vil i det følgende blive analyseret ud fra den indvirkning hhv. FAIF-D's bestemmelser og DVCA-R har på KF's incitament til at anvende de værdiskabende tiltag.

De tre tiltag:

1. Søge at skabe interessesammenfald mellem flere led i KF-investeringen ved udpræget at anvende incitamentsordninger.
2. Aktivt ejerskab, der gennem strategiske beslutninger muliggør en større gevinst.
3. Anvendelsen af risiko i forvaltningen af PS for derigennem at opnå en gearende effekt på hele investeringen.

4.2.1. Skabelsen af et stærkt interessesammenfald

For opnåelsen af interessesammenfaldet er det gennemgået, hvordan der anvendes incitamentsordninger for hhv. MS og ledende medarbejdere i PS. Det er yderligere i den økonomiske analyse vurderet, at incitamentsaflønnning er nødvendig for opnåelse af mere effektive medarbejdere. På den baggrund er det væsentligt, at vurdere den effekt der er fra DVCA-R og FAIF-D, på netop dette tiltag, samt indvirkningen ved indførelsen af FAIF-D i national ret. Begge reguleringsformers indvirkning kan have en betydning for KF's incitament, til skabelse af interessesammenfaldet.

Indvirkningen fra DVCA-R vil ske i form af krav til KF om at oplyse, hvis der er anvendt en incitamentsordning der adskiller sig væsentligt fra et standardniveau i branchen. Denne

oplysningspligt vil, umiddelbart ikke medføre en direkte ændring af KF's anvendelse af incitamentsordninger, så længe dem der anvendes er markedskonforme. Overordnet må det vurderes, at der ikke er en egentlig indvirkning på incitamentet til at anvende incitamentsaflønning, som følge af DVCA-R.

Med implementeringen af FAIF-D vil der både være regulering af tildeling af incitament til MS og PS. På begge niveauer vil det være pålagt MS at skulle varetage aflønningen i overensstemmelse med KF's risikoprofil. Dette ses uddybet i kravet om, at minimum 40 % af udbetalingen af den variable aflønning udskydes til et senere tidspunkt, som skal være fastsat i overensstemmelse med KF's livscyklus.⁹⁷ På denne måde pålægges modtagerne af incitamentsaflønningen en større risiko, da de skal vente længere tid på udbetaling af de resterende 40 %. Denne risiko forstærkes yderligere af KF's mulighed for, at skære i udbetalingen af den udskudte incitamentsaflønning og direkte påføre modtageren et bonustab. Resultatet af ovenstående krav kan være, at der ikke længere er den samme villighed til indgå i incitamentsprogrammer, da medarbejderne nu påtager sig en større risiko i form af bonustab. Dette vil gøre anvendelsen af incitamentsprogrammer mere kostbare, men der kan også være en positiv afledt effekt, da incitamentet nu kan veje tungere i medarbejdernes handlinger. Det må anses for værende sandsynligt, at dette kan have en indvirkning på effekten af KF's anvendelse af incitamentsprogrammer. Konsekvenserne af disse bestemmelser kan således være, en begrænsning i anvendelsen af variabel aflønning. Dette er i direkte tråd med kravet om, at kombinationen af fast og variabel aflønning, skal hælde så meget i retning af fast aflønning, at det vil være muligt for KF helt at undlade udbetaling af den variable løn.⁹⁸ Det nytter derfor ikke, at en aflønningspolitik favoriserer variabel aflønning, således at der reelt ikke ville kunne ske aflønning, udelukkende i form af den faste løn. På den måde vil der kunne ske en indvirkning på KF's anvendelse af incitamentsaflønning, da der ikke kan udformes programmer som der hidtil har været mulighed for. Der sker derved en forringelse af incitamentet til at anvende et ellers værdiskabende tiltag.

⁹⁷ FAIF-D, Bilag II, stk. 1, litra n, jf. art. 9a, stk. 1, 2. pkt

⁹⁸ FAIF-D, Bilag II, stk. 1, litra j, jf. art. 9a, stk. 1, 2. pkt

4.2.2 Fokuseret og aktivt ejerskab

Det følger af DVCA-R, at der er forpligtelser på PS-niveau. Her lægges der vægt på, at der skal indarbejdes oplysninger om udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold i årsrapporten. En produktion af ny information, der kræver at PS har en strategisk plan, som den opnåede udvikling kan holdes op imod. Det søges samtidig varetaget, at der sker forsvarlig og ansvarlig ledelse i PS, samtidig med at der ydes det aktive ejerskab. Dette kommer blandt andet til udtryk i bestemmelserne overfor PS, hvor de skal oplyse om ledelsesopbygningen. Her tager DVCA-R en drejning af at aktivt ejerskab også skal være ansvarligt ejerskab. Karakteren af de forpligtelser der følger af DVCA-R hhv. for KF- og på PS-niveau bærer præg af, at aktivt ejerskab i KF-branchen ses som en faktor, som de kan være stolte af. Incitamentet til anvendelsen af aktivt ejerskab er derfor forstærket af DVCA-R.

FAIF-D's indvirkning på aktivt ejerskab fokuserer på at garantere det ansvarlige element i aktivt ejerskab. Dette gøres bl.a. i form af kravet om ansvarlig ledelse, hvor der stilles krav til MS om at sikre, at den i udøvelsen af sin virksomhed handler ærligt og redeligt og med de fornødne kompetencer og omhu.⁹⁹ Kravene er stillet på et generelt niveau som ovenstående eksempel, men indeholder også krav, som direkte pålægger MS at afholde sig fra bestemte områder, i udøvelsen af deres ledelse. Eksempelvis forpligtes MS i sin forvaltning af KF-investeringerne til, ikke at gennemføre likviditets- og soliditetsreducerende udlodninger, inden for de første fireogtyve måneder efter overtagelsen.¹⁰⁰ Der er i den sammenhæng ligeledes en oplysningsforpligtelse, når KF ved opkøb af ikke noterede selskaber til den kompetente myndighed indberetter når der opnås ejerandele på hhv. 10%, 20%, 30%, 50% og 75%.¹⁰¹ På den måde sikres det, at de KF der er omfattet af FAIF-D's forpligtelser, også er kendt af den kompetente myndighed. Det er dog ikke kun den kompetente myndighed, der har krav på oplysning om opnåede ejerandele.¹⁰² Det er ligeledes en forpligtelse for MS, at der videregives information til det ikke noterede selskab og aktionærene i det ikke noterede selskab.¹⁰³ Denne forpligtelse kan samtidig have en indflydelse på opnåelsen af den kontrollerende indflydelse, der er afgørende for at kunne udøve det aktive

⁹⁹ FAIF-D, art. 9, stk. 1, litra a

¹⁰⁰ FAIF-D, art. 29a, stk. 1, litra a

¹⁰¹ FAIF-D, art. 27, stk. 1

¹⁰² FAIF-D, art. 27, stk. 1a, pkt. i

¹⁰³ FAIF-D, art. 27, stk. 1a, pkt. ii - iii

ejerskab. Bestemmelsen kan resultere i, at KF's mulighed for, at udøve aktivt ejerskab begrænses. Den ansvarlige ledelse er derved i fokus for FAIF-D, og den egentlige indvirkning på anvendelsen af aktivt ejerskab bliver kun i en svag grad påvirket. Incitament til at anvende dette tiltag i skabelsen af værdi i de opkøbte selskaber er således umiddelbart upåvirket, som følge af FAIF-D's implementering.

4.2.3 Kapitalstruktur og risiko

Der er i afsnit 3.6 analyseret for KF's anvendelse af risiko, og det ses heraf, at der er en tendens til, at KF-ejede selskaber er finansieret mere risikobetonet. Den gearende effekt opnås som beskrevet i afsnit 3.5 ved, at forskyde en del af risikoen ved investeringen over på den part der indskyder fremmedfinansieringen. Det afgørende er, hvor meget fremmedfinansiering der anvendes i kapitalstrukturen i forhold til hvor stor en del af PS's samlede risiko, som indskyderne af fremmedfinansiering kommer til at bære. I det tilfælde at KF-investeringen går galt, da vil fremmedkapitalindskyderne påføres tab. Dette tab kan medføre en reaktion, hvor der videreføres tab på andre kreditorer, og herfra kan hele markedet blive påvirket.

I forhold til disse effekter stiller DVCA-R krav til, at PS skal indarbejde en redegørelse for de finansielle og øvrige risici til selskabets ledelsesberetning i årsrapporten. Der stilles ikke yderligere krav end denne forpligtigelse, og det ligger derfor PS meget frit for, hvordan de vælger at implementere denne regel. Umiddelbart vil en opfyldelse af denne forpligtigelse ikke ændre på incitamentet til at gear KF-investeringen. Udover denne retningslinje er PS forpligtet til at indrapportere selskabets kapitalstruktur til DVCA. Dette medfører en begrænset ændring af incitamentet, og er mere af informationsskabende karakter.

FAIF-D har generelt fokus på risikohåndtering gennem stort set alle dets bestemmelser. Allerede ved ansøgning om tilladelse til at operere som MS kræves det, at der redegøres for brugen af og politikker for anvendelse af gearing.¹⁰⁴ Yderligere er der en hel artikel, hvor det specificeres, hvordan MS skal søge at varetage den af FAIF-D forpligtede risikohåndtering. Her pålægges MS at

¹⁰⁴ FAIF-D, art. 5, stk. 3, litra a

adskille hhv. risikostyring og de operative enheder fra hinanden.¹⁰⁵ Samtidig er der gennem FAIF-D's bestemmelser krav til, at der skal føres kontrol med det likviditetsniveau, der er for de enkelte KF-investeringer.¹⁰⁶ Yderligere kræves et minimums niveau for MS's egenkapital.¹⁰⁷ Her forsøges det ligeledes at begrænse den risiko, der kan være forbundet med forvaltningen af KF-investeringerne. Egenkapitalkravet skal kunne dæmme op for, at krav mod MS ikke kan realiseres på grund af manglende kapitalgrundlag. Effekten af disse risikobegrænsende forpligtelser, kan have en indvirkning på incitamentet til at forvalte PS risikobetonet. Det vil ikke længere kunne lade sig gøre at gennemføre en kapitalstruktur, der er stærkt risikobetonet, hvis dette afviger kraftigt fra det aftalte gearingsniveau. Når der anvendes fremmedfinansiering til erhvervelse af PS, kan der af den kompetente myndighed i medlemsstaten, fastsættes en grænse for anvendelse af gearing, som må benyttes i forvaltningen af KF.¹⁰⁸ Den afledte effekt af de ovenstående bestemmelser kan være, at det for MS vil være at foretrække, at holde gearingsniveauet på et lavere niveau. Dette af frygt for, at tiltrække sig opmærksomhed fra tilsynsmyndigheden, der i værste fald kan medføre en begrænsning i anvendelsen af gearing til et endnu lavere niveau. Dermed begrænser FAIF-D incitamentet til at anvende gearing og risiko som et værdiskabende tiltag.

¹⁰⁵ FAIF-D, art. 11, stk. 1, 1. pkt.

¹⁰⁶ FAIF-D, art. 12, stk. 1

¹⁰⁷ FAIF-D, art. 6a

¹⁰⁸ FAIF-D art. 25, stk. 3

4.3 Betydningen af incitamentsændringen for samfundet

Ud fra ovenstående vurdering af incitamentspåvirkningen, kan det udledes at der vil være en meget forskellig påvirkning fra hhv. DVCA-R og FAIF-D, på anvendelsen af de værdiskabende tiltag. Hvorvidt de to reguleringsformer er samfundsmæssig efficiente, skal vurderes ud fra deres ændring af de eksternaliteter, der følger af de værdiskabende tiltag.

Incitamentsprogrammer indvirker hovedsagligt på samfundet gennem den værdiskabelse, der opnås via skabelsen af et interessesammenfald. Via interessesammenfaldet forsøger de berørte parter at realisere en parts ønske om at skabe værdi, som i sidste ende kan kategoriseres som værende en værdiskabelse for samfundet som helhed, da de øvrige parter kan kompenseres gennem incitamentsanordningerne. Herunder er der nogle afledte effekter, der kan trække i en anden retning, eksempelvis hvis en agent på markedet fejlvurderer¹⁰⁹ den risiko, der er forbundet med værdiskabelsen. Her vil der kunne realiseres et samfundsmæssigt tab, da agenten ikke vil kræve den korrekte compensation qua sin fejlvurdering. Som resultat af DVCA-R, vil der stort set ikke blive ændret på den omtalte indvirkning, udover at der gennem en øget gennemsigthed skabes bedre vilkår for vurderingen af den egentlige risiko, der påtages i form af incitamentsordningen. FAIF-D's indvirkning går i en anden retning, da det direkte vil regulere, hvordan der kan ske tildeling af incitamentsaflønnning til medarbejdere og partnere, der har en direkte indvirkning på risikoen forbundet med investeringen. Her begrænses anvendelsen af incitamentsprogrammer, som ikke er i overensstemmelse med den fastlagte risikoprofil. Begge reguleringsformer forsøger derved at afhjælpe den negative indvirkning der kan være på samfundet, som følge af incitamentsordninger. Opsummeret er der for samfundet ikke det store tab ved incitamentsaflønnning, og derved kan der umiddelbart ej heller realiseres den store gevinst ved indførelsen af regulering. Derudover kan der argumenteres for tab, i form af en manglende evne til efficient at lave interessesammenfald ned gennem KF-strukturen, såfremt incitamentsaflønnningen som mulighed begrænses gennem FAIF-D. Dette taler for, at selvregulering på dette område er at foretrække, og at FAIF-D kan ende med at have en negativ effekt.

¹⁰⁹ Fejlvurderingen opstår som følge af manglende gennemsigthed, således at det ikke er muligt for den fejlvurderende part, at vurdere risikoen korrekt.

Hvad angår aktivt ejerskab, så er det for samfundet en værdiskabende faktor. Denne indvirkning på samfundet kommer blandt andet af den omtalte effekt af investeringer, der kan gøre et selskab mere værdiskabende. Hertil hører ligeledes den tendens der er i, at fokusere PS aktiviteter gennem frasalg af ikke værdiskabende aktivitet. Det er positivt, at der er en ejer der formår, og tilskynder til, at PS går i en mere værdiskabende retning, selvom alle gennemførte investeringer ikke er i samfundets interesse. Dog kan det være fordelagtigt, da de planer der bliver gennemført, måske ikke ville blive gennemført, hvis KF ikke havde overtaget selskabet. Aktivt ejerskab er i sig selv ikke en aktivitet der bør reguleres, da det ikke direkte kan medføre tab for samfundet. DVCA-R omfatter ikke dette område, andet end det generelle krav om, at der skal ske offentliggørelse på området for ledelse, samt at der opfordres til ansvarligt aktivt ejerskab. FAIF-D regulerer ej heller direkte på området for aktivt ejerskab, men har ligeledes målrettet bestemmelserne mod ansvarligt aktivt ejerskab. Hvor DVCA-R blot lægger op til dette, forpligter FAIF-D MS til, på visse områder, at tage aktiv del i den ansvarlige ledelse. Indvirkningen på samfundet resulterer derved i, en mere ansvarlig ledelse af KF-investeringer, og dermed en begrænsning af tab i forbindelse med den udøvede investering. Dette medfører samtidig, at MS bliver ansvarlig for en ikke korrekt ledelse af KF-investeringerne, som kan være af stor gavn for samfundet.

Indvirkningen på samfundet som følge af, at KF vælger en kapitalstruktur der er stærkt fremmedfinansieret, sker via den risiko der bliver spredt til alle kreditorerne som følge af den øgede gældsforpligtigelse. Risikoen for, at overføre tab til andre markedsaktører, er for samfundet en væsentlig indvirkning, da der er risiko for, at parter der ikke har mulighed for at afdække risikoen, i sidste ende kommer til at bære den. DVCA-R forsøger at opveje denne risiko gennem oplysning om, hvordan risikoen udvikler sig i PS, og af den vej forsøge at minimere den risiko der kan være forbundet med en stærkt fremmedfinansieret kapitalstruktur. Hvorvidt denne reguleringsform er efficient afhænger af, om den egentlig begrænser den pågældende risiko. Hvis dette ikke er tilfældet, vil en anden reguleringsform, afhængig af omkostningerne hertil, være mere efficient. FAIF-D forpligter, som tidligere beskrevet, KF gennem MS til, at have særligt fokus på den risiko der er forbundet med KF's aktiviteter. Påvirkningen af samfundet, som følge af risikoen, søges derved begrænset gennem forpligtelser til ansvarlig risikohåndtering. Effekten for samfundet forstærkes af sanktionsmuligheden ved manglende efterlevelse af FAIF-D's forpligtigelser, hvor MS kan få frataget retten til at forvalte KF-investeringerne. FAIF-D regulerer derved direkte på

begrænsningen af risiko, og i yderste konsekvens ved, at fastsætte et maksimalt niveau for gearing for KF-investeringerne. Samfundets gevinst ses derved at være umiddelbart større, end de omkostninger der er forbundet med forpligtigelsen. Det bør dog medtages i argumentationen, at risiko gennem kapitalstrukturen kan være afgørende for at muliggøre KF-investeringer, og en kraftig begrænsning af denne mulighed kan have utilsigtede konsekvenser, end blot at håndtere risikoen.

Overordnet set vil indvirkningen på samfundet, ved at lade markedet være selvreguleret gennem DVCA-R, umiddelbart ikke medføre en egentlig ændring i KF's ageren, da incitamentet til at benytte de i kapitel tre analyserede tiltag, ikke påvirkes. Dog kan det ikke garanteres, at den skabte informationen vil bidrage til større gennemsigtighed, grundet KF's mulighed for at komme med en informationsneutral forklaring. DVCA-R i deres nuværende form vil altså ikke med garanti kunne bidrage med en håndtering af risikoen på markedet, til trods for at de undlader at påvirke KF's værdiskabende tiltag. DVCA-R kan på baggrund heraf, ikke betragtes som værende efficiente. FAIF-D mindsker, i modsætning til DVCA-R, incitamentet til anvendelse af de værdiskabende tiltag. Dette vil ud fra den økonomiske analyse have en negativ indvirkning på den værdiskabelse, som KF formår at realisere ved at investere i PS. Til gengæld skaber FAIF-D med garanti information som kan bidrage til at øge gennemsigtigheden. For at kunne vurdere, hvorvidt der er tale om efficient offentlig intervention, er det nødvendigt at holde FAIF-D op imod fire betingelser der skal være opfyldte, før offentlig intervention kan betragtes som værende efficient. Denne vurdering, samt den endelige efficiensbetragtning af FAIF-D, findes i næste afsnit.

4.4 Efficient regulering af kapitalfondsområdet

For at kunne fastslå, hvorvidt der med FAIF-D er tale om en samfundsmæssig efficient regulering, er det nødvendigt at vurdere, hvilke krav der skal være opfyldt, før det vil være efficient at lade det offentlige regulere et marked.

4.4.1 Krav til offentlig intervention

I teorien har bl.a. Thomsen (2009) givet udtryk for, at effektiv regulering, der overordnet set kommer samfundet til gode, kun kan forekomme, såfremt følgende 4 betingelser er opfyldt.¹¹⁰

- Der skal eksistere en markedsfejl
- Parterne kan ikke selv håndtere markedsfejlen
- Velinformerede og velmenende lovgivere
- Lave reguleringsomkostninger

4.4.1.1 Eksistens af markedsfejl

For det første skal der eksistere en markedsfejl i det pågældende marked. En markedsfejl kan eksistere, såfremt en KF's handlinger medfører en negativ effekt på andre selskaber på markedet. Såfremt en forøget gældsoptagelse i et PS er årsagen til, at det efterfølgende går konkurs grundet for høj gearing, så vil dette være udtryk for en markedsfejl. Alt andet lige, så har KF's søgen efter afkast vha. forøget risiko, den konsekvens, at en masse interessenter i og omkring PS påføres et tab. Ansatte mister deres arbejde, kreditorer kan ikke få deres tilgodehavender. Den største del af markedsfejlen, kommer til udtryk igennem den oprindelige risikos spredning fra et marked til et andet. Grundet de finansielle markeders store interne afhængighed, vil risikoen dermed få karakter af en systemisk risiko.

¹¹⁰ Thomsen (2009), s. 104

4.4.1.2 Parternes håndtering

Eksistensen af en markedsfejl er dog ikke et større problem, da agenterne på markedet er i stand til at håndtere den, såfremt der ikke eksisterer betydelige transaktionsomkostninger. Dette følger af Coase-teoremet¹¹¹, hvor agenterne selv vil have mulighed for at aftale sig ud af de negative virkninger, som deres aktivitet måtte have. Igennem deres indbyrdes aftale, vil den part som oplever positiv nytte af handlingen, kompensere den anden part for den negative eksternalitet han påføres, og dermed ender parterne i en Kaldor-Hicks efficient tilstand. Coase-teoremet er dog mindre relevant, når fokus rettes mod eksternaliteter, som påvirker en masse agenter på en gang. Herved højnes graden af asymmetrisk information, og det vil ikke længere være muligt at kompensere korrekt for den negative effekt. Årsagen hertil er, at det vil være umuligt at verificere kompensationens størrelse, grundet den underliggende adverse selection problematik¹¹², hvor kun de tabsramte parter reelt kender til omfanget af det lidte tab, men hvor der kan være incitament til ikke at oplyse det korrekt. Derudover vil det, når der er tale om en krise der spredes til flere markeder, være næsten umuligt at finde kausalitet mellem den første sten i vandet, og de mange ringe den efterfølgende skaber. Med forrige eksempel, vil det altså være muligt for KF at håndtere den lille markedsfejl, eksempelvis ved at ansatte bliver kompenseret gennem løn og bonusordninger og kreditorer gennem renterne på deres udlån. Men den større markedsfejl, hvor risikoen spredes til andre markeder, er langt sværere at håndtere for parterne. Det bliver her umuligt at overskue, hvilke konsekvenser den initiale handling har overfor andre markeder, og derved kan der ikke indgås kontrakter, som kan kompensere de andre agents omkostninger ved den negative eksternalitet. Den Kaldor-Hicks efficiente tilstand bliver umulig at opnå, hvormed markedsfejlen ikke kan håndteres af parterne selv. En mulighed der dog stadig eksisterer for parterne, er at få minimeret den asymmetriske information på markedet, således at de til trods for at være mange agenter på markedet, stadig vil kunne aftale sig ud af de negative eksternaliteter, jf. Coase-teoremet. Dette vil kræve en enighed i hele branchen, om at udforme fælles retningslinjer, som kan minimere den asymmetriske information. Dette er søgt opnået gennem de af DVCA udarbejdede retningslinjer.

¹¹¹ Coase (1960)

¹¹² Akerlof (1970)

4.4.1.3 Krav til lovgivende parter

Såfremt en regulering skal kunne foretages efficient, er det derudover påkrævet, at lovgiverne er velinformerede og velmenende i forhold til at rette op på markedsfejlen. Fejlinformerede lovgivere kan i sidste ende resultere i en forværring af markedsfejlen, og det samme gælder, hvis de ikke er velmenende. For KF-området er det EU, som er den lovgivende part. Da EU er af en alsidig sammensætning af medlemslandenes repræsentanter, kan der argumenteres for, at der er en risiko for, at den endelige regulering er et udtryk for kompromis blandt disse parter. Dette især i betragtning af, at der er meget regulering, der skal tages stilling til. I sidste ende kan dette resultere i, at reguleringen er knap så målrettet, da den eksempelvis kan være brugt som et forhandlingsmiddel, til opnåelse af enighed om mange forskellige direktivforslag. Omvendt kan kompromis-problemstillingen også være udtryk for, at den endelige regulering repræsenterer en bred holdning blandt lovgiverne, hvorfor den i sig selv må være velmenende, da den er bredt accepteret. Samtidig kan der argumenteres for, at EU er et system, hvor der er mulighed for at skaffe information fra flere forskellige parter, herunder blandt andet lobbyister, hvilket taler for at de lovgivende parter uundgåeligt vil blive influeret af interessenternes synspunkter, og dermed opnå et bredt informationsniveau. Omvendt kan der være risiko for, at de lovgivende parter bliver influeret for meget af enkelte interessenter, hvorfor deres informationsniveau vil blive for ensidigt. Hvorvidt de lovgivende parter i dette tilfælde er velmenende og velinformerede er for denne afhandling ikke muligt at undersøge. Af ovenstående fremgår det dog, at muligheden for at de lovgivende parter kan være velmenende og velinformerede er til stede.

4.4.1.4 Reguleringsomkostninger

Der skal være relativt lave omkostninger forbundet med regulering, således at omkostningerne ved at foretage en regulering af markedsfejlen, ikke overstiger gevinsten ved at fjerne den. Når regulering er korrekt sammensat, vil den fjerne de negative eksternaliteter, og fortsat bibeholde muligheden for opnåelse af de positive eksternaliteter for markedet. Hvis dette er muligt, skal omkostningerne til gennemførelse af regulering ikke overstige den gevinst, der er for samfundet som følge af den fjernede negative eksternalitet:

$$\text{Udeblivelse af negativ eksternalitet (gevinst)} + \text{positiv eksternalitet} > \text{omk. ved regulering.}$$

Hvis reguleringen får utilsigtede konsekvenser, i form af en udeblivelse af de positive eksternaliteter, skal gevinsten kunne opveje både omkostningerne ved regulering og udeblivelsen af en positiv eksternalitet for samfundet:

$$\text{Udeblivelse af negativ eksternalitet (gevinst)} > \text{udeblivelse af positiv eksternalitet} + \text{omk. ved regulering}$$

De utilsigtede konsekvenser er eksempelvis i form af en regulering, der hæmmer KF's incitament til at agere på markedet, hvormed de positive eksternaliteter vil blive mindre end i udgangspunktet, eller måske helt forsvinde. Sidstnævnte tilfælde vil således kun være efficient, såfremt gevinsten ved at fjerne den negative eksternalitet er meget stor. Hvis en af de to ovenstående formler er opfyldt, vil regulering af området i sidste ende medføre en gevinst for samfundet, og dermed vil der kunne ske en efficient intervention på markedet.

4.4.2 Bør kapitalfondsområdet reguleres

Der eksisterer en markedsfejl på markedet for KF, da det grundet manglende gennemsigtighed ikke er muligt, at vurdere den risiko der er forbundet med KF-investeringer. Om denne markedsfejl er mulig for parterne selv at håndtere afhænger af, hvorvidt man er enig i branchens bud på selvregulering. I analysen af DVCA-R argumenteres der for, at DVCA-R ikke vil have en påvirkning af KF's ageren, men vil skabe gennemsigtighed og information om KF-investeringerne. I tilknytning til vurderingen af den markedsfejl der eksisterer på KF-området, vil en større grad af gennemsigtighed være et skridt i den rigtige retning, for at mindske markedsfejlen. En fuldstændig håndtering af markedsfejlen gennem DVCA-R, hænger nøje sammen med håndhævelsen af comply-explain princippet. Her er det afgørende for DVCA-R effekt, at der fra KF's side reelt er en hensigt til at afhjælpe markedsfejlen. Dette skyldes, at KF ved benyttelse af explain, ikke nødvendigvis bidrager til gennemsigtigheden, da DVCA-R kan efterleves gennem passiv explain. Derved vil DVCA-R ikke have nogen reel effekt på gennemsigtigheden, hvorfor parterne med DVCA-R's nuværende form ikke vil kunne håndtere markedsfejlen. Når regulering udarbejdes på

EU-niveau, fremgår det af afsnit 4.4.1.3, at betingelsen om velmenende og velinformerede lovgivere er tilstede. Dette skyldes, at grundlæggende EU-retlige principper skal være opfyldt, før regulering gennemføres. Proportionalitetsprincippet er et af disse grundlæggende principper og dette sørger for, at den valgte regulering altid vil være den mindst byrdefulde og bedst egnede til opnåelse af formålet. Dette højner sandsynligheden for at lovgivningsparterne er velmenende. Selvom det dog ikke er muligt at fastslå denne sammenhæng fuldstændigt, må det ud fra ovenstående betragtning anses som overvejende sandsynligt, hvorfor lovgivningsparterne anses for at være velmenende. Samtidig må det anerkendes, at der på EU-niveau, er tale om et velinformeret niveau, da de berørte parter altid vil fremskaffe information til gavn for deres egne interesser, i forsøget på at påvirke lovgivningsprocessen. På denne måde vil informationsniveauet blive bredt, og dermed gøre de lovgivende parter velinformerede. For at der bør ske offentlig intervention på KF-markedet, skal regulering opnås på baggrund af et omkostningsniveau, som kan opvejes af de opnåede gevinster. Gevinsten ved regulering afhænger af KF's bidrag til den systemiske risiko. I den empiriske undersøgelse foretaget i kap. 3, er der kun et selskab der endte i konkurs, hvilket udgør 3 % af undersøgelsesgruppen. Dette betyder at der i 97 % af tilfældene udelukkende blev realiseret positive eksternaliteter for samfundet, hvorimod der kun i 3 % af tilfældene også blev realiseret negative eksternaliteter. Det er derved kun i disse 3 % af tilfældene, at der vil være en egentlig risiko for påvirkning af den systemiske risiko. Det skal understreges, at der ikke nødvendigvis vil ske en påvirkning af den systemiske risiko i alle konkurstilfælde, men kun i de tilfælde hvor konkursen direkte kan tilskrives KF' brug af aggressiv gearing. Eftersom der højest vil kunne ske en påvirkning gennem 3 % af markedet, vil markedets samlede påvirkning af den systemiske risiko, næppe være signifikant. Ud fra den empiriske undersøgelse at dømme, vil det således ikke være muligt for KF-markedet i sin helhed at påvirke den systemiske risiko. Derved vil den samlede negative eksternalitet, ikke længere indeholde den store del, af den i afsnit 3.7 omtalte aggregerede negative eksternalitet. Den negative eksternalitet vil således kun udgøre den lille del. Gevinsten ved regulering vil dermed være betydeligt mindre, end hvis den også omfattede den store negative eksternalitet. En regulering der medfører en utilsigtet konsekvens, hvor både den positive og negative eksternalitet udebliver, vil derfor ikke være efficient, da gevinstens størrelse vil være så lille, at den næppe kan overstige de samlede omkostninger. Samlet set er alle betingelserne for at foretage efficient regulering på KF-markedet opfyldt. Det vil dog kun være efficient i de tilfælde

hvor reguleringen ikke medfører en udeblivelse af de positive eksternaliteter. Kun når dette er opfyldt, bør der ske regulering af KF-markedet.

4.4.3 Bør intervention ske i form af FAIF-direktivet?

For at kunne vurdere om FAIF-D er den efficiente reguleringsform, er det nødvendigt at holde FAIF-D's indvirkning på brugen af de værdiskabende tiltag op, overfor de eksternaliteter der er forbundet med KF-investeringerne. Der er i kapitel 4.2 argumenteret for, at KF's incitament til at anvende de værdiskabende tiltag vil blive svækket. Denne svækkelse vil medføre en umiddelbar lavere værdiskabelse i KF-investeringerne, som omtalt i kapitel 4.3. Derudover vil FAIF-D medføre en række krav, som i modsætning til DVCA-R, sikrer information der kan bidrage til gennemsigtighed og dermed minimering af den asymmetriske information. FAIF-D's krav vil dog medføre en højere omkostning ved forvaltning af KF, grundet forvalterens øgede omkostninger til efterlevelse. Dermed går der en større del af det mulige investeringsafkastet til MS, og investorernes afkast vil alt andet lige blive mindre. Denne mindre del til KFI, skal holdes op imod deres afkastkrav, og den risiko der følger af KF-investeringen. Når reguleringen medfører at værdiskabelsen bliver mindre, vil KFI incitament til at gennemføre KF-investeringerne ligeledes blive mindre. I sidste ende er det derfor tvivlsomt, hvorvidt der stadig vil være et marked at regulere, da alternative investeringer alt andet lige bliver mere attraktive end tidligere. De alternative investerings-muligheder kan eksempelvis være investeringer i aktiemarkedet. Dette viste Kaplan & Schoar i en undersøgelse fra 2005, hvor der stort set ikke var nogen forskel på afkastet fra aktiemarkedet og KF-investeringer, set fra investorernes side.¹¹³ Dette sandsynliggør at aktiemarkedet vil blive mere attraktivt end KF-markedet, som følge af et lavere afkast på KF-investeringerne, og KF-markedet vil ikke længere være at foretrække. Effekten heraf vil være, at den værdiskabelse som samfundet under de nuværende omstændigheder realiserer, på sigt, alt andet lige, vil udeblive. Dermed vil KF-markedet, såfremt der sker gennemførelse af FAIF-D i dets nuværende form, som minimum blive påvirket i en negativ retning. Der vil være færre KF-investeringer og det vil sandsynligvis medføre en stigning i forvalternes marginale omkostninger. Dette vil igen medføre et mindre afkast, og flere KFI vil foretrække aktiemarkedet. I sidste ende vil det derfor kunne betyde, at KF-markedet vil ophøre med at eksistere. FAIF-D's indvirkning på det

¹¹³ Kaplan & Schoar (2005)

markedet har til hensigt at regulere, kan dermed resultere i både en udeblivelse af de negative eksternaliteter, men også de positive. Som beskrevet i afsnit 4.4.1.4 ovenfor kan der kun ske efficient regulering af et marked, når omkostningerne, der er forbundet med reguleringen, ikke overstiger den mulig gevinst. Da FAIF-D i yderste konsekvens medfører en udeblivelse af både de negative og de positive eksternaliteter, vil gevinsten være udeblivelsen af den negative eksternalitet, og de samlede omkostninger vil være reguleringsomkostningerne, samt udeblivelsen af de positive eksternaliteter. For at FAIF-D er efficient regulering af KF-markedet, skal værdien af at undgå den negative eksternalitet derved overstige de samlede omkostninger. I afsnit 4.4.2 er der argumenteret for, at den negative eksternalitet er relativt mindre end de positive eksternaliteter, da det blev afkræftet, at KF-investeringer kan have en reel påvirkning på den systemiske risiko. Da værdien af de positive eksternaliteter samt reguleringsomkostningerne, alt andet lige, må vurderes større end omkostningen ved den negative eksternalitet, vil FAIF-D medføre en forringelse af den overordnede værdiskabelse for samfundet. FAIF-D vil dermed ikke kunne leve op til den sidste, af de fire kumulative betingelser for efficient regulering af et marked, og kan således ikke betragtes som et efficient bud på offentlig intervention på KF-markedet.

4.4.4 Hvordan bør markedsfejlen håndteres?

Når forrige afsnit konkluderer, at der ved regulering gennem FAIF-D sker en samlet værdiforringelse, er det interessant at vurdere, hvordan en efficient håndtering af markedsfejlen bør tage sig ud, således at der skabes en Kaldor-Hicks efficient tilstand. Nøglen til at håndtere denne markedsfejl, ligger som tidligere antydnet, i en kontrol af markedets asymmetriske information. Kan denne grad af asymmetrisk information gøres mindre, vil markedet i stigende grad selv kunne håndtere markedsfejlen, og den negative eksternalitet vil dermed blive væsentligt formindsket, og de positive eksternaliteter vil forblive uberørte.

FAIF-D har fokus på dette, gennem oplysningsforpligtigelserne¹¹⁴. Disse medfører en større administrativ byrde, og man kunne derved med fordel anvende DVCA-R som alternativ, for at sikre en mere omkostningsbesparende reguleringsform. Desværre medfører DVCA-R ikke en væsentlig

¹¹⁴ Tidligere gennemgået i afsnit 2.4

reduktion af den asymmetriske information, da muligheden for at forklare i stedet for at efterleve ikke med sikkerhed skaber samme grad af information. For at imødekomme dette, bør der udarbejdes punkter til hver retningslinje, med minimumskrav til informationen i en forklaring, såfremt KF vælger ikke at efterleve bestemmelsen. På denne måde vil værdien af en forklaring i alle tilfælde blive højnet, og den samlede reduktion af asymmetrisk information ville derved stige. Parterne vil dermed være i stand til i større grad at håndtere markedsfejlen selv, og omkostningen herved vil være væsentligt mindre end FAIF-D's.

På baggrund af den information selvreguleringen skaber til samfundet, vil parterne kunne vurdere KF's investeringer. Derved vil det blive nemmere for indskydere af fremmedfinansiering i KF, at vurdere den risiko de løber. Det kan således med fordel pålægges indskydere af fremmedfinansiering, at påtage sig en større andel af risikovurderingen forbundet med KF-investeringen, og dermed afdække denne korrekt. Fremmedfinansieringen er i sig selv ikke mere usikker, end den sikkerhed bankerne stiller sig tilfreds med. Banksektoren er dermed et område, der med fordel kan blive underlagt regulering, for at opnå opfyldelse af formålet om at minimere den systemiske risiko. Akkurat som ved FAIF-D, vil en sådan regulering ramme bredt, men den vil faktisk ramme bredere, idet den vil omfatte alle låntagere. Her kunne det være interessant, at fokusere reguleringen på bankernes valg af sikkerhed. Dette kunne eksempelvis være i form af selvregulering foretaget af banksektoren. Herved kunne der opnås en markeds konform enighed, for hvilken grad af sikkerhed der kan accepteres, i forhold til hvilken type af risiko fremmedfinansieringen skal indgå i. Ved at markedet øger soliditeten i bankernes valg af sikkerhed, kan spredning af risiko fra et marked til et andet undgås, idet der i så fald vil være en solid sikkerhed til at dække tabet med, og ringene i vandet stoppes efter første led. Dette ville stå som parallel til den kommende Basel III regulering, som bl.a. hæver kravene til bankernes solvens. Ved at bankerne blive mere solvente, vil de bedre kunne stå imod evt. tab forbundet med udlån. Videreførelsen af KF's risiko vil således blive begrænset yderligere. Derudover vil bankerne, for at kunne opnå en større solvens, alt andet lige, blive mere kritiske i form af, hvilken sikkerhed de lader sig stille tilfredse med. Basel III reglerne vil således kunne suppleres af nye retningslinjer fra bankerne, eller i fraværet af sådanne nye retningslinjer om sikkerhed for bankers udlån, kunne tjene samme formål. Det står dermed klart, at der med fordel kan reguleres på andre områder end KF-markedet.

4.5 Integreret delkonklusion

Det kan konkluderes, at DVCA-R's indvirkning på KF's eksternaliteter er begrænset, da der ikke sker en egentlig ændring af KF's incitament til at anvende de værdiskabende tiltag. Det kan ligeledes konkluderes, at DVCA-R indhold kan bidrage til øget gennemsigtighed, og dermed begrænse den asymmetriske information på markedet. DVCA-R konkluderes samtidigt kun at have en begrænset indvirkning på den asymmetriske information. Dette skyldes svagheden ved "comply or explain" princippet, hvor skabelsen af information kan blive begrænset, idet der ikke stilles nogen krav til forklaringens informationsniveau. Dette kan minimere parternes evne til at håndtere den eksisterende markedsfejl. Det kan på baggrund heraf konkluderes, at DVCA-R ikke er en efficient regulering af markedet. Det kan endvidere konkluderes, at FAIF-D søger at begrænse anvendelsen af de værdiskabende tiltag, der medfører en negativ eksternalitet for samfundet. Regulering gennem FAIF-D kan betragtes som efficient i den udstrækning, at det begrænser de negative eksternaliteters indvirkning på samfundet, og samtidig bidrager til en begrænsning af den asymmetriske information. Disse resultater opnås dog på baggrund af forøgede omkostninger for KF. Omkostningerne vil blive adderet til forvalterens påkrævede management fee, hvormed omkostningerne i sidste ende forskydes over på KFI. Dermed vil de alternative investeringsmuligheder, alt andet lige, blive mere attraktive. Dette vil resultere i et fald af KF-investeringer, og de positive eksternaliteter som KF medfører, vil blive minimeret. Denne minimering vil ske som direkte konsekvens af en generel minimering af markedet, hvilken i yderste konsekvens kan blive total. Det kan på baggrund heraf konkluderes, at FAIF-D ikke er en efficient regulering af markedet. Både FAIF-D og DVCA-R forsøger derved at afhjælpe markedsfejlen, men konkluderes begge at være inefficente bud.

Endvidere kan det konkluderes, at selvregulering er mindre omkostningskrævende end regulering, grundet muligheden for at vælge mellem følg eller forklar. Som følge heraf konkluderes det, at selvregulering kan være en efficient reguleringsform, men kun såfremt den formår at minimere den asymmetriske information. Derfor bør selvreguleringen udformes på en måde, hvor der stilles krav til informationsniveauet ved forklaring. Det kan endvidere konkluderes, at der med fordel kan fokuseres på bankernes faktor i spredningen af risiko mellem markeder, og dermed deres indvirkning på den systemiske risiko. Det foreslås, at selvregulering af banksektoren, hvormed

bankerne selv udarbejder retningslinjer til opnåelse af solid sikkerhedsstillelse for risikoprægede udlån, kan bidrage til en minimering af den systemiske risiko. Det kan på baggrund heraf konkluderes, at en efficient regulering af KF-markedet kan og bør opnås gennem selvregulering med høje krav til evt. forklarings informationsniveau, suppleret med selvregulering af bankernes krav til sikkerhedsstillelse for risikoprægede udlån.

KAPITEL 5 - KONKLUSION

Det kan på baggrund af den juridiske analyse konkluderes, at der alene er tale om indirekte regulering af KF gennem den eksisterende gældende ret, og derfor ikke en målrettet regulering af KF-området. Den regulering der er analyseret er gældende pga. den konstruktion der er valgt for KF-investeringen og er dermed gældende for samtlige aktører på markedet af samme konstruktion, selvom der ikke er tale om KF. På den baggrund kan reguleringen ikke tilrettelægges, så den formår at begrænse de konsekvenser KF's ageren har på samfundet. Brancheorganisationens retningslinjer vurderes at have en relativt høj informationsværdi, men denne kan fortabes, hvis mulighed for explain ikke foretages med nok vægt på gennemsigtighed. På den baggrund vurderes DVCA-R's umiddelbart største effekt, at være den gevinst KF kan opnå gennem en omdømmeeffekt. FAIF-D's formål er ligeledes at skabe denne gennemsigtighed, så parterne herefter har mulighed for at træffe beslutninger på et mere oplyst grundlag. Afledt heraf skulle den risiko, der kan blive overført på det finansielle system, kunne blive begrænset. For yderligere at begrænse denne risiko pålægges MS en række oplysnings- og risikohåndteringsforpligtigelser. Ved implementeringen af disse hensyn i national ret, vil allerede eksisterende hensyn blive forskudt, således at KF også kan blive omfattet af disse hensyn. Implementeringen vil derfor resultere i en udvidelse af gældende ret med regulering af MS som pligtsubjekt, både i forhold til de forskudte hensyn, såsom et udvidet kapitalberedskab i MS, men ligeledes for de hensyn, der er nye i gældende ret. Et eksempel herpå er, at varetage KF's og KFI's interesser forud for egne. Der er redegjort for, at DVCA-R bør ses som et supplement til gældende ret, og indvirkningen herpå er derfor ligeledes interessant, men det konkluderes, at DVCA-R egentlige betydningen er uændret. Indirekte kan det dog konkluderes, at de efter implementeringen af FAIF-D vil blive overflødiggjort for samfundet, men ikke desto mindre kan der fortsat ligge en signalværdi for KF, og vil heraf muligvis fortsat finde anvendelse.

I den økonomiske analyse foretages en benchmark, mellem værdiskabelsen i PS i ejerskabsperioden overfor et gennemsnitligt dansk selskab, for at vurdere om der kan argumenteres for eller imod den af branchen påstående merværdiskabelse. Det må her konkluderes, at der i den periode hvor PS er

majoritetsejet af KF, formår denne ikke at lede PS til større værdiskabelse end et gennemsnitligt dansk selskab. Statistisk falder hypotesen om merværdiskabelse i KF-ejede selskaber til fordel for hypotesen om, at der ikke kan konstateres en signifikant forskel mellem et KF-ejet selskabet og et gennemsnitligt dansk selskab. Da det hverken kan konstateres, at der for KF's vedkommende er tale om en mere eller mindre værdiskabelse, er det ikke på den baggrund at KF bør reguleres.

Ud fra en kombination af den gennemgåede økonomiske litteratur og branchens påståede værdiskabelse, vurderes et test af de tre hypoteser: Interessesammenfald, aktivt ejerskab og kapitalstruktur, som værende et udtryk for de tiltag, som KF vælger at praktisere efter overtagelse af et selskab. Det kan konkluderes, at der sker en forbedring af medarbejderes effektivitet, hvor begrundelsen herfor kan være det øgede fokus på interessesammenfald. Denne større omsætning per medarbejder, er dog ikke stor nok til statistisk at opfylde betingelsen om signifikant forskel på de to testede perioder. Dette til trods for, at 89 % af stikprøven bekræfter alternativhypotesen om forbedret effektivitet i perioden med KF-ejerskab. Anden hypotese tester for en værdiskabelse gennem udøvelse af aktivt ejerskab fra KF's side. Her kan det konkluderes, at der er en tendens til, at der er en forbedring af nøgletallene hen over ejerskabsperioden. Forbedringen er dog ikke stor nok til at kunne opfylde hypotesen om, at KF-ejerskabet statistisk medfører en øget værdiskabelse, som er signifikant større end før overtagelsen. På den baggrund falder dette tiltag umiddelbart som et værdiskabende tiltag, men det kan samtidig konkluderes, at det fokus, som aktivt ejerskab retter mod en tilpasning af PS's omkostninger til dens omsætning, slår igennem i testet for tredje ejerskabsår og kan derved stadig kategoriseres som et værdiskabende tiltag. Et yderligere element i vurderingen af det aktive ejerskab, er en indvirkning fra en øget investering i aktiver efter overtagelsen, som ved beregningen af de valgte nøgletal kan give et lavere resultat. Tredje hypotese der testes for, er om der kan argumenteres for, at KF anvender en forøget mængde fremmedfinansiering, i sin finansiering af selskabets aktiver. Den tilknytning dette har til værdiskabelse, er gennem både sparede kapitalomkostninger og en spredning af risikoen, og de heraf følgende effekter. Her kan det konkluderes, at der er et signifikant større gearingsforhold efter KF-overtagelsen. KF's anvendelse af de testede tiltag påføre samfundet afledte eksternaliteter. Det kan ud fra den økonomiske analyse konkluderes, at den samlede eksternalitet overordnet er positiv. Dette er begrundet med den opnåelse, der er af de positive eksternaliteter i stort set alle erhvervede selskaber, hvorimod de negative eksternaliteter kun påføres når investeringen ikke bliver en succes.

De testede hypoteser kan ikke stå alene. Analysen gennemføres for at kunne vurdere, hvordan FAIF-D kommer til at påvirke både KF og samfundet. Det er derfor relevant, at vurdere den effekt FAIF-D's bestemmelser har på de afledte effekter af de anvendte tiltag, som i sidste ende påvirker samfundet. Denne vurdering foretages sideløbende med, at der vurderes hvordan DVCA-R's bestemmelser påvirker samme tiltag. Det kan heraf konkluderes, at FAIF-D medfører en begrænsning i anvendelsen af de værdiskabende tiltag. Denne konklusion er afgørende for vurderingen af FAIF-D's efficiente håndtering af markedsfejlen. Dette konkluderes ud fra, at FAIF-D i sidste ende kan medføre en reduktion af KF-investeringer, og den deraf følgende begrænsning i de positive eksternaliteter for samfundet. Denne konklusion sammenholdt med vurderingen af KF's påvirkning af det finansielle systems stabilitet, begrundet ud fra den procentdel af stikprøven der ender i konkurs, vil denne negative eksternalitet være begrænset i dens omfang. Den gevinst, der derved kan opnås ved at regulere området for KF-investeringer, vil heraf også være begrænset. Sammenholdt med det forringede incitament til at foretage KF-investeringerne og de heraf værdiskabende tiltag, kan det konkluderes at FAIF-D er inefficiente i dets nuværende form. Ej heller DVCA-R formår at håndtere markedsfejlen optimalt, og kan derfor i deres nuværende form ikke karakteriseres som efficient regulering af KF-området.

Afhandlingen ender derved op med, at kunne konkludere, at regulering af KF-området må udformes med hensyn til incitamentet til brugen af de værdiskabende tiltag. Yderligere konkluderes det, at en mulig efficient regulering af området kunne udføres via retningslinjerne, men hvor der her stilles større krav til KF's mulighed for, at forklare sig ud af en ikke efterlevelse af en bestemmelse. På denne måde vil der fortsat være incitament til, at anvende tiltagende der skaber værdi i investeringerne, og deraf vil der fortsat være et marked for KF-investeringer. Men samtidig vil der ske videregivelse af information til samfundet og heraf gennemsigtighed, der gør det muligt for parterne at håndtere markedsfejlen selv.

PERSPEKTIVERING

Denne afhandling har fokus på PS's værdiskabelse i den periode hvor de er ejet af KF. Som supplement til denne afhandlings resultater i forhold til regulering af KF-markedet, kunne det være interessant, at foretage en analyse af PS's værdiskabelse i en periode efter at KF har foretaget exit. Der findes endnu ikke nogen forskning heraf, og en sådan analyse vil kunne bidrage med større forståelse for den langsigtede konsekvens af KF's ageren i PS.

Derudover kunne det være interessant, at videreføre de betragtninger afhandlingen kommer med i afsnit 4.4.4 vedr. regulering af markeder, der interagerer med KF. Det kunne således blive undersøgt, hvorvidt der med fordel kan reguleres på andre områder end KF-området, i forsøget på effektivt at begrænse spredningen af den systemiske risiko. Dette kunne eksempelvis ske, ved en analyse af banksektorens evne til at begrænse spredningen af risiko mellem de finansielle markeder. En sådan analyse kunne suppleres med en analyse af de kommende Basel III regler, og deres effekt overfor ønsket om mere stabilitet på det finansielle marked, samt hvorvidt en sådan regulering af banksektoren i sig selv vil kunne håndtere problematikken, og dermed overflødiggøre bl.a. FAIF-D bestemmelser, i den henseende at begrænse spredningen af den systemiske risiko.

LITTERATURLISTE

Bøger/artikler/rapporter

A

Akerlof (1970): Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84(3), s. 488-500.

Andersen et. al. (2002): Andersen, Erling B., Gabrielsen, Gorm, Kousgaard, Nils, og Milhøj, Anders. (2002). *Statistik for Civiløkonomer – Grundbog*. Viborg: Akademisk forlag. 3. Udgave.

B

Bandunenko, Baum, og Schäfer (2010): Bandunenko, Oleg. Baum, Christopher F. Schäfer, Dorothea. (2010). Does the tenure of Private Equity investment improve the performance of European firms? *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 990.

Baum et. al. (2010): Bandunenko, Oleg, Baum, Christopher F., og Schäfer, Dorothea. (2010). Does the tenure of Private Equity investment improve the performance of European firms? Boston College Department of Economics, *Boston College Working Papers in Economics*, s. 730

Bøye (2009): Bøye, Erik M. (2009). *Statistik-hjælperen – med excel-vejledning*. Århus: Forlaget Swismark. 2. Udgave.

C

CEBR rapport (2008): Center for Economic and Business Research. (2008). *Private equity I Danmark*. Lokaliseret d. 31. maj. 2011: [http://www.cbs.dk/Forskning/Institutter-centre/Institutter/CCG/Hoejreboks/Nyheder/Private-Equity-i-Danmark/\(language\)/dan-DK](http://www.cbs.dk/Forskning/Institutter-centre/Institutter/CCG/Hoejreboks/Nyheder/Private-Equity-i-Danmark/(language)/dan-DK)

Coase (1960): Coase, Ronald H. (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* vol. 3(1), s. 1–44.

Cressy, Munari og Federico (2007): Cressy, Robert. Munari, Federico. Malipoero, Alessandro. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, s. 647-669.

D

DVCA rapport (2008): Danish Venture Capital and Private Equity Association. (2008). *Aktivt Ejerskab og Åbenhed I Kapitalfonde*. Lokaliseret d. 24. maj. 2011: <http://www.dvca.dk/index.php/publikationer/kapitalfonde/>

DVCA's Retningslinjer (2008): Danish Venture Capital and Private Equity Association.(2008). *Retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse i kapitalfonde i Danmark*. Lokaliseret d. 24. Maj. 2011: <http://www.dvca.dk/index.php/publikationer/kapitalfonde/>

DVCA' årsskrift (2009/10): Danish Venture Capital and Private Equity Association. (2009/10). *Årsskrift fra DVCA om god selskabsledelse I kapitalfonde*. Lokaliseret d. 24. maj 2011: <http://www.dvca.dk/index.php/publikationer/kapitalfonde/>

G

Garner (1995): Gardner, Roy (1995). Games for Business and Economics. USA: John Wiley & Sons, Inc

H

Hart (2001): Hart, Oliver. (2001). Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, vol. 39, s. 1070-1100.

Havsteen (2005): Havsteen, Michael. (2005). *Guide til nøgletal og ekstern regnskabsanalyse*. København: Forlaget Focus. 2. Udgave.

J

Jensen (1976): Jensen, Michael C. og Meckling William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360.

Jensen (1989): Jensen, Michael C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Sep.-Oct. 1989, s. 61-74.

K

Kaplan (1989): Kaplan, Steven. (1989). The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, s. 217-254)

Kaplan & Schoar (2005): Kaplan, Steven N, Schoar, Antoinette. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, vol. 60(4), s. 1791-1823.

Kaplan og Strömberg (2009): Kaplan, Steven N. Strömberg, Per. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, s. 121-146.

M

Milgrom (1992): Milgrom, P. and J. Roberts (1992). *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall

P

Pindyck og Rubinfeld (2001): Pindyck, Robert S. & Rubinfeld, Daniel L. (2001). *Microeconomics*, Prentice Hall

R

Rasmussen (2007): Poul Nyrup Rasmussen. (2007). *I grådighedens tid: Kapitalfonde og kasinoøkonomi*. Kbh.: Informations Forlag.

Rose (2005): Rose, Caspar. (2007). Private equity i den juridiske orkans øje – stærke kræfter ønsker øget (selv)regulering. *Finans/Invest* vol. 7, s. 21-24.

Rose (2005): Rose, Caspar. (2005). Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms:: In Search of the Missing Link. *European Management Journal*, vol. 23(5), s. 542-553.

Ross, Westerfield og Jordan (2000): Ross, Stephan A. Westerfield, Randolph W. Jordan, Bradford D. (2000). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin. 5. udgave.

S

Skatteretten 2 (2009): Pedersen, Jan, Siggaard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels, Bundgaard, Jakob, Jeppesen, Inge Langhave, Kerzel, Malene og Pedersen, Susanne. (2009). *Skatteretten 2*. København: Thomson Reuters Professional. 5. udgave.

- Selskabsret (2010): Werlauff, Erik. (2010). *Selskabsret*. København: Thomson Reuters Professional. 8. udgave.
- Spliid (2007): Spliid, Robert. (2007). *Kapitalfonde – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab*. København: Børsens Forlag.
- Sørensen og Nielsen (2008): Sørensen, Karsten Engsig. Nielsen, Poul Runge. (2008) *EU-Retten*. Københavns: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 4. Udgave.
- T**
- Thomsen (2009): Thomsen, Steen. (2009). Should Private Equity Be Regulated? *European Business Organization Law Review* vol. 10, s. 97-114
- V**
- Vinten (2007): Vinten, Frederik. (2007). The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms. CBS, CEBR.
- W**
- Walker (2007): The British Private Equity and Venture Capital Association (2007). *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*. Lokaliseret d. 31. maj 2011: <http://www.walker-gmg.co.uk/?section=10774>

Retskilder

- Aftaleloven: Justitsministeriet. (1996). *Bekendtgørelse af lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område*. LBK nr. 781 af 26/08/1996.
- Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder: Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2010). *Bekendtgørelse af lov om visse erhvervsdrivende virksomheder*. LBK nr. 559 af 19/05/2010.
- Selskabsloven: Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2011). *Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber*. LBK nr. 322 af 11/04/2011
- Selskabsskatteloven: Skatteministeriet. (2010). *Bekendtgørelse af lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (Selskabsskatteloven)*. LBK nr. 1376 af 07/12/2010.
- Statsskatteloven: Skatteministeriet. (1922). *Lov om Indkomst- og Formueskat til Staten*. Lov nr. 149 af 10/04/1922
- Vedtaget kompromistekst d. 11. nov. 2010: Europa-Parlamentet og Rådet. (2010). *Direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet)*. P7_TA-PROV(2010)0393 på baggrund af kommissionens forslag KOM/2009/0207.
- Værdipapirhandelsloven: Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2011). *Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v.* LBK nr. 298/04/2011.
- Årsregnskabsloven: Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2011). *Bekendtgørelse af årsregnskabsloven*. LBK nr. 323 af 11/04/2011.

2009/65/EC: Europa-Parlamentet og Rådet. (2009). *Direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS-direktivet). Direktiv 2009/65/EC af 13/07/2009.*

88/627/EOEF: Rådet. (1988). *Direktiv om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab. Direktiv 88/627/EOEF af 12/12/1988.*

Elektroniske henvisninger

Business (27.02.2008): Business.dk (2008, 27. februar). *Nyrup: Kapitalfonde truer velfærden.* Lokaliseret d. 23/05/2011: <http://www.business.dk/oekonomi/nyrup-kapitalfonde-truer-velfaerden>

Business (19.10.2010): Business.dk (2010, 19. oktober). *EU strammer garnet om kapitalfonde.* Lokaliseret d. 23/05/2011: <http://www.business.dk/oekonomi/eu-strammer-garnet-om-kapitalfonde>

Business (14.07.2009): Business.dk. (2009, 14. juli). *Hullet som en schweizerost.* Lokaliseret d. 26/05/2011: <http://www.business.dk/finans/hullet-som-en-schweizerost>

Cvr.dk: Erhvervs- og Selskabsstyrelsens. (2011). *Det centrale virksomhedsregister.* Lokaliseret d. 25. maj 2011: <http://www.cvr.dk>

DVCA Pressemeddelelse (2010): Danish Venture Capital and Private Equity Association. (2010). *DVCA: Vækststop-direktiv fra EU - dræber dansk vækst.* Lokaliseret d. 26. maj 2011: <http://www.dvca.dk/index.php/news/18/68/DVCA-Vakststop-direktiv-fra-EU---draber-dansk-vakst/>

DVCA's medlemsoversigt: Danish Venture Capital and Private Equity Association. (2011). *Medlemsoversigt.* Lokaliseret d. 24. Maj. 2011: <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/>

DVCA's liste over buyouts: Danish Venture Capital and Private Equity Association. (15.04.2011) *DVCA's liste over danske buyouts.* Lokaliseret d. 24. maj 2011: <http://www.dvca.dk/uploads/Publikationer/DVCA%20Liste%20over%20buyouys%20i%20DK%20-%2015%2004%202011.xls>

EP Pressemeddelelse (2008): Europa Parlamentet (2008, 22. September). *Pressemeddelelse: Kapitalfonde: Parlamentet forlanger hurtigt udspil fra Kommissionen.* Lokaliseret d. 23/05/2011: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+IM-PRESS+20080922IPR37771+0+DOC+PDF+V0//DA&language=DA>

EVb (27.10.2010): Erhvervsbaldet.dk (2010, 27. Oktober). *Investorer: EU-vækststop-direktiv er vanvittigt.* Lokaliseret d. 23/05/2011: <http://www.erhvervsbladet.dk/ivaerksaetteri/investorer-eu-vaekststop-direktiv-er-vanvittigt>

JP (25.04.2010): Jyllandsposten (2010, 25. april). *Brian M.: Forkert at privatisere.* Lokaliseret d. 23/05/2011: http://jp.dk/indland/indland_politik/article2049261.ece

Opslagsværker

- Danmarks Statistik (1995). *Statistisk Årbog 1995*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik (1996). *Statistisk Årbog 1996*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik (1997). *Statistisk Årbog 1997*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik (1998). *Statistisk Årbog 1998*. Viborg: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (1999). *Statistisk Årbog 1999*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2000). *Statistisk Årbog 2000*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2001). *Statistisk Årbog 2001*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2002). *Statistisk Årbog 2002*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2003). *Statistisk Årbog 2003*. Århus: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2004). *Statistisk Årbog 2004*. Viby: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2005). *Statistisk Årbog 2005*. Viborg: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2006). *Statistisk Årbog 2006*. Glostrup: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2007). *Statistisk Årbog 2007*. Viby: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2008). *Statistisk Årbog 2008*. Viby: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik. (2009). *Statistisk Årbog 2009*. Viby: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik (2010). *Statistisk Årbog 2010*. København: Danmarks Statistik.
- Danmarks Statistik (2004). *Statistisk tiårsoversigt 2004*. Viby: Danmarks Statistik
- Danmarks Statistik (2010). *Statistisk tiårsoversigt 2010*. København: Danmarks Statistik
- Greens Erhvervsinformation (1996). Greens 1996: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.
- Greens Erhvervsinformation (1997). Greens 1997: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.
- Greens Erhvervsinformation (1998). Greens 1998: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (1999). Greens 1999: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2000). Greens 2000: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2001). Greens 2001: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2001). Greens 2001: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2002). Greens 2002: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2003). Greens 2003: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Frederiksberg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2004). Greens 2004: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2005). Greens 2005: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2006). Greens 2006: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2007). Greens 2007: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2008). Greens 2008: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

Greens Erhvervsinformation (2009). Greens 2009: *Opslagsværk om dansk erhvervsliv*. Søborg: Greens Erhvervsinformation.

OVERSIGT OVER FORKORTELSER

FAIF= Forvalter af alternative investerings fonde

AIFM= Alternative investment fond manager

AIF= Alternative investment fond

FAIF-D= FAIF-direktivet

DVCA= Danish Venture Capital and Private Equity Association

DVCA-R= DVCA's Retningslinjer

KF= Kapitalfond

KFI= Kapitalfondsinvestorer

MS= Managementselskab

PS= Porteføljeselskab

PA= Principal Agent

SEL= Selskabsloven

LEV= Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder

SSL= Selskabsskatteloven

SL= Statsskatteloven

VPHL= Værdipapirhandelsloven

ÅRL= Årsregnskabsloven

AFTL= Aftaleloven

AG= Afkastningsgraden

AOH= Aktivernes omsætningshastighed

OG= Overskudsgraden

OPM= Omsætning pr. medarbejder

LG= Likviditetsgraden

SG= Soliditetsgraden

F/E= Gearingsforholdet

H_0 = Nul hypotesen

H_1 = Alternativ hypotesen

BILAG 1 - RÅDATA

Bilaget viser den indhentede data der danner grundlag for den empiriske analyse.

Porteføljeselskab		CVR nummer	Kapitalfond	Købsår	Salgsår	Branche	Selskaber	Beskrivelse	Oms. på købstids regnskabs	Antal regnskabs
Aalborg Industries	Aston IT Group	17330535	Axcel	2000	2005	Produktion	Stålsæder		1000	7
		19329577	CVC	1999	2004	IT	Software, hardware og consulting		136	7
Blücher	Context	49260016	LD Equity	2005	2008	Produktion	Fremstilling VVS rør og sæt		240	5
		12758282	EOT	1999	2007	Produktion	Skulpturmalere og 3D printere		233	10
Lantross Marine Systems (nu Lantross)	Danish Droge	49598119	3i	2005	2007	Produktion	Vandt- og tørrekontrollsystemer		400	4
		16173592	Poaris	2002	2005	Produktion	Vatner, kosttalsud		300	5
Dansk Læbebet Rotasjon (nu GraphX)	Dansk Trælasthandel (nu DT Group)	15227503	Axcel	1997	2003	Produktion	Tyktaler		100	0
		56328145	CVC	2003	2006	Handel	Salg af byggematerialer til professionelle og private		14878	6
EET Danmark a/s	Everton Schmidt	11783376	CVC	1997	2007	Handel	It-tilbehør		720	12
		17894979	Axcel	1995	1997	Produktion	Cyklar		141	4
Foving - 2002 regnskabs medtages ikke, da det kun viser et halvt år	Glud & Marstrand	54612311	Axcel	1997	2002	Produktion	Møbler		425	7
		67287118	Axcel	2001	2005	Produktion	Metal emballage		1300	6
Gram Commercial	Kopal	12008632	LD Equity	2005	2008	Produktion	Industrielle køleanlæg		211	5
		24557819	Axcel	2000	2007	Produktion	Tagpap		5825	9
HI	Kirk Acoustics (nu Sonion)	68076516	EOT	2001	2005	Forsikring	Syge forsikringer		970	6
		15435496	Nordic Capital	2000	2008	Produktion	Komponenter til mobile telefoner		675	10
Kvintet	Lindplot	36335412	Axcel	1999	2005	Produktion	It-tilbehør		1837	8
		45021816	Common	1995	2007	Produktion	Emballage		130	13
Lagstærk (nu Logster) (indt regnskab for 1999/ tidligere ejer)	Louis Poulsen Fiklinik	21330248	Axcel	1999	2006	Produktion	Fjernvarmer		1046	9
		61173518	Poaris	1999	2005	Handel	Grossisthandel med elmaterialer		1800	8
Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende år)	Microtronic (blev solgt 1992, derfor intet regnskab fra '99 / tidligere ejer)	59742817	Poaris	1999	2007	Produktion	Designlamper		740	10
		10360986	Common	1992	2000	Produktion	Komponenter til køleanlæg		140	10
Microtronic (nu Sonion)	Netflex	10360986	Nordic Capital	2000	2008	Produktion	Komponenter til køleanlæg		355	10
		32122510	Axcel	1995	2000	Produktion	Presserolinger		181	7
Nordic Ito Group (IKJ) (nu Experian A/S)	Novadan (nu ITW Novasat)	32864015	Axcel	2002	2005	Produktion	Udstyr til test af netværkskabel		600	5
		63619228	EOT	1999	2003	Service	Kreditinformation		90	6
Novasol (nu Novasol Consolmen)	Nycomed Danmark (indt regnskab for 2002/ tidligere ejer)	63128216	Poaris	2000	2004	Produktion	Rengøringsmidler		280	6
		17404575	Poaris	2001	2002	Service	Udlæg af feriehus		1030	3
Nycomed Pharma	Rabene Viridier	16106899	Blackstone	2002	2005	Produktion	Madon		910	5
		16106899	Nordic Capital	1999	2002	Produktion	Farmaceutiske produkter		730	5
Salbro Refrigeration a/s (fusion med salbro voking a/s 1997 til Salbro Refrigeration a/s, ændres 1999 til York Refrigeration a/s)	Struers Scientific Product Group	40371818	Axcel	1998	2004	Produktion	Vinduer		464	8
		19056171	EOT	1998	1998	Produktion	Industrielle køleanlæg		2940	5
Thygesen Textile Group - her ses på udfølgende virk. A/S S Thygesen	Time System International	15883309	EOT	1998	2001	Produktion	Målestrømmer		466	5
		73438111	Axcel	1998	2006	Produktion	Health care og belysning		375	10
Tivlum-Scarbirk - (Tivlum Møbelfabrik A/S er anvendt, da det er udfølgende virksomhed i koncernen)	Varantssystem (nu belært handling group)	66059014	CVC	1997	2007	Handel	Kalender		400	6
		15379070	Axcel	1995	2000	Produktion	Møbler		666	6
Vest-Vood	Vest-Vood	10550070	Axcel	1997	2006	Produktion	Kulde og køleapparater		526	11
		15134739	Axcel	2002	2005	Produktion	Tredere		1900	5

134

Registrationsår for	Omsetning i køb/tir	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter	Udbytt e køb	Aktiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omæntning s-aktiver	Egenkapital i køb	Hensættelse r køb	Langfristet gæld	Kortfristet gæld	Gæd i alt køb	Selskabskapital i køb	Antal ansatte	Egenkapitalens forrentning køb	Egenkapitalen s andel køb	Pay-out ratio køb	Inde verdi	Afkæstning s-grad	Overskuds grad
2000	725521	6226	129787	76487	18500	802606	504632	237974	239543	23421	72460	410782	463242	235000	629	32	37	24	126	1	1
1999	58316	9139	-258	-4288	0	476106	308350	167575	2127	4378	294155	175446	469601	500	47	-	0	0	425	2	16
2005	240130	40219	56054	40247	30000	221145	106322	114823	55277	8609	33980	123279	157259	18000	226	30	25	75	307	13	17
1998	36538	9348	10648	6885	139000	211325	44977	168348	35874	8731	24117	142503	166620	27000	150	5	17	1583	133	4	26
2005	364728	5939	43067	26204	0	288948	114979	171959	159022	4236	20000	103690	123690	21500	224	22	55	740	21	16	16
2002	278457	40089	34851	18500	90486	181508	108484	79024	100468	7370	0	7965	7965	10000	195	24	54	489	1005	21	14
1997	160350	20887	2121	13862	0	75932	30067	45865	23803	5411	1942	38776	46718	1334	67	87	31	0	164	28	13
2003	629700	401000	317000	203000	2E+06	6163000	3090000	3073000	3254000	77000	1112000	1720000	2632000	462000	3182	7	53	739	704	7	5
1997		56111	53006	27700	70700	240187	83440	136749	8248	766	112522	118651	251113	500	24	5046	5	72	1650	7	0
1995	140359	26716	-9864	-9879	0	95593			14216	0		68773	302566	6000	155	-	15	-	237	-	-
1997	366311	-18904	-3244	-32826	0	344840	185107	139733	42274	0	135785	166781	302566	15000	558	-	12	-	282	-	-
2001	192100	10190	65100	45300	45000	945500	552300	407200	97390	110700	170700	304900	475000	75000	1043	12	39	99	214	11	6
2002	211738	2207	10440	11300	7000	167865	60540	34412	60342	7205	23241	57107	62340	50000	127	20	40	62	137	0	0
2000	674000	62000	169000	105000	625000	2003000	1913000	690000	441000	34000	1047000	1001000	2120000	020000	434	15	17	331	230	2	5
2001	523300	63040	60500	55500	136000	1044000			232500	2709000		655200		95000	262	22	22	226	246		
2000	231102	35090	27047	18854	18854	263268	144313	130955	50850	0854	114716	68809	183525	13200	252	31	24	100	464	14	16
1990	1837500	202400	100700	133400	130000	1521300	337300	1134000	613800	141800	183500	571300	750900	10700	2832	33	40	75	513	13	11
1998	134102	220	2642	1646	0	75272			10360	2860			53026	1000	168		26	0	1039		
2000	702226	6727	6115	7252	0	378691	136784	213207	52867	2700	111163	206261	323424	41000	775	14	14	129	129	1	2
1999	1738128	100583	137763	87691	0	1231108	641779	586339	632378	16850	178572	323308	561880	57600	827	?	?	?	?	?	?
1999																					
1992	99106	19948	8534	8534	0	230355	187649	43306	30864	0	157062	42330	169391	10000	241		13		309		
1997	360447	48832	57956	41161	38298	395465	178491	148974	58477	15089	175225	176670	251886	18084	331	71	18	96	323	15	14
1995	17098	11646	17615	798	59675	780453			47015	18680			219558	15000	119	10	15	872			
2002	210300	-330700	-4828600	-5E+06	0	575200	303500	271700	-71000	488700	0	159500	159500	10000	192						
1999	2	9464	9848	5666	5000	44252	13375	30877	4045	18384	0	21823	21823	3000	95	168	9	88	135	21	0
2000	289396	1774	386	229	0	112777	30461	32316	3063	4025		78149	78149	6000	184	1	27	0	510	2	1
2001	635700	5200	18100	11600	21300	246500	50700	195800	15200	12900		218400	218400	25000	185	46	5	184	608	2	1
2003	892300	131200	505900	366000	0	6776100	3817400	960800	456000	141800	906800	1169500	2076300	800000	628	24	67	570	700	2	15
1999	730400	23500	5200	-14200	0	3928400	1337900	540400	1195200	168600	2126800	439800	2566600	800000	477		30	30	149	1	3
1998	425808	7707	-15924	-15116	0	205449	94913	110536	68467	20616	49660	66376	116336	12010	536		33	0	570	9	4
1998	794190	11080	25817	19002	50000	921395	1612220	550175	455553	17730	55229	394132	450132	50000	897	?	?	?	?	?	?
1998	100716	9372	23128	11445	0	363749	249156	114593	94675	5878	225000	38196	263196	2000	126	13	28	0	4734	5	19
1998	15103	6155	6845	4576	18000	86134	28630	38604	50769	3851	589	30815	31444	1000	82	7	59	393	5077	7	5
1997	216274	46063	138472	123446	131000	484910	345517	139394	10573	4019	62000	408318	470318	10000	167	712	2	106	106	9	21
1996	452373	52227	44720	28565	25300	300879	140761	160117	94714	19592	50761	135812	165732	57000	276		28	87	406	17	7
1997	92260	3275	11927	8333	7000	73498	17680	61818	20268	2047	2000	55164	57164	5000	194	42	36	121	955	16	7
2002	1402500	105100	91400	63800	77000	663100	367200	235900	238800	28000	153100	243300	356300	25000	764	45	36	121	955	16	7

Regnskabs-år for	Omsetning kob. for	Primært resultat for skat	Resultat efter	Udbytte	Aktiver	Anlægs-aktiver	Omsetnings-aktiver	Egenkapital	Hensættelser	Langfristet gæld	Korrigerte gæld	Gæld alt.kob.	Selskabskapa l.kob.	Antal ansatte	Egenkapitalets forrentning kob.	Egenkapitalets andel kob.	Pay-out ratio	Indre værdi	Alkasting s-grad	Overkurs-grad	
2001	83.913	24.023	14.794	100,00	885.362	383.253	505.109	3.47.128	33.581	52.509	4.674	17.563	215.000	857	50	39	88	148	7	8	
2002	135.602	15.592	-14.520	0	520.390	458.164	16.521	-15.241	292	8081,7	87.418	500	115	-	-	-	-	-	-	-	
2003	178.952	54.296	49.326	45,00	270.492	106.524	164.228	103.413	7.416	303,36	12.337	17.563	18.000	244	90	40	91	602	20	19	
2004	233.950	59.139	59.659	40,764	500,00	134.035	45.684	88.811	26.768	22.983	10.3616	35.000	165	113	20	123	104	184	44	25	
2005	397.230	44.328	71.268	31,591	0	353.399	128.850	228.749	207.420	593,7	20.000	120.342	35.000	223	32	59	34	346	13	11	
2006	308.603	49.335	50.511	20,000	307.930	194.270	113.660	105.426	8502	13.449	18.0516	193.985	119,3	199	36	34	56	883	16	11	
1998	147.718	10.845	84.55	84,536	33.141	51.396	297.116	817,9	817,9	5500	41.141	133,4	68	25	35	0	2228	13	7	6	
2004	838.000	53.000	58.000	40,400	700,000	6E+06	3E+06	2172.000	65.000	147.600	178.500	3E+06	462.000	3.367	12	39	173	470	10	6	
1998	182.220	14.100	25.580	24,493	0	290.259	88.159	202.100	37,42	0	65.000	19.517	500	38	297	11	0	6548	5	8	
1996	-154.559	-204,95	-20.502	0	57.156	-47,42	3000	-47,42	3000				6000	119	-	-	-	-	-	-	
1998	393.240	8326	-6704	5992	0	369.180	187.443	48.266	2455	13.4751	203.708	318.459	15.000	462	14	13	-	322	2	2	
2002	123.310	13.020	92.100	57,200	33,00	960.400	59.900	40.140	98.900	170.400	281.100	431.500	17.500	981	15	45	6	246	14	11	
2006	222.461	13.260	21.556	16.888	23.500	1628.47	59.320	10.6327	78.391	8575	14.925	607,56	180.000	149	25	48	139	157	8	6	
2001	368.000	30.000	50.100	507,000	525,000	2E+06	1E+06	1115.000	24.000	691.000	113.900	2E+06	185.000	434	115	20	104	243	1	8	
2002	613.900	103.983	124.100	85.400	0	1E+06		317.900	263.900			424.300	95.000	287	37	30	0	335			
2001	73.587	-13.405	-15.908	-14.3192	0	147.298	89.796	71.502	-81.515	0	102.937	118.856	13.200	194	29	16	88	513	13	11	
2000	2702.900	295.400	239.700	177.600	155,00	2E+06	1802.400	301.400	134.900	111.300	136.500	1E+06	136.000	3.156	28	28	0	2095	9	5	
1997	141.905	6721	2367	1564	0	746.50	320.338	42.612	3092	12.973	37.632	50.065	1.000	167	31	6	54				
2001	635.880	-11.786	-32.216	-307,58	0	972.599	132.806	239.793	22.109	4800	10.351	242.339	41.000	462	?	?	?	?	?	?	
2000	168.381	97.992	145.117	210,000	355,000	3E+06	41.0463		35808	13.1267	86.061	995.328	57.600	658	?	?	?	?	?	?	
2001	165.845	4875	3571	2487	0	3108.13	17.9657	11.497	7191	0	18.482	137.482	50.000	158	?	?	?	?	?	?	
1993	343.748	37.564	11.018	110,18	0	232.798	173.855	41.897	0	13.7271	53.830	139.901	10.000	274	36	18	0	419			
1999	371.414	57.937	10.368	12.687	14.000	3076.20	62.653	244.667	61.474	0	126837	119.309	248.146	18.095	256	25	20	96	340	19	16
1996	155.079	16.748	5993	4534	0	175.242	12.0695	54.547	23.897	20.055	12.2000	37.084	13.9084	15.000	131	21	0	362			
1995	337.900	45.500	15.800	42.700	0	855.100	65.600	200.200	587.700	3100	179.000	182.100	10.500	184	10	823	10				
2000	187.245	47.955	35.348	20.686	20,00	6.647.00	48.2002	163.468	123.043	291.08	217.500	493.919	30.000	187	516	19	96	410	7	26	
2001	283.981	4.952	1.916	1.311	0	1.053.47	26.806	7.9541	3.850	70.808	70.808	6.000	173	31	4	30	0	531	5	2	
2002	1064.700	21.300	41.600	27.700	283,00	37.797.00	61.300	31.8400	52.800	19.000	0	308.000	3.800	290	380	14	101	1407	6	2	
2004	520.200	61.000	37.700	240.800	0	4E+06	1063.300	1092.700	44.200	116.900	183.900	3E+06	80.000	622	5	26	137	171	7		
2000	784.000	42.900	-27.000	-15.000	0	3E+06	10.097.00	1712.000	92.000	123.500	813.000	2E+06	84.000	492	16	35	0	147	1	5	
1999	411.917	1033	-2387	4137	0	220.963	10.9342	114.621	9077	47.032	92.220	139.552	12.010	585	6	33	0	695	0	0	
1997	818.300	46.700	63.300	56.900	0	2E+06	1E+06	73.1700	170.900	653.200	465.100	3E+06	30.000	868	12	35	0	196	2	6	
1999	214.566	25.961	53.353	36.553	0	365.362	25.0654	113.708	61.25	17.500	601.26	125.126	2.000	138	39	34	0	6256	7	13	
1999	113.687	7085	5031	2300	698.37	297.55	40.082	49.965	3939	0	15.933	15.933	10.000	148	10	72	58	4997	9	6	
1998	43.520	-15.032	-23.724	-23.724	0	48.752.3	341.83	145.340	-13.151	0	62.000	43.8674	5E+06	1000	86	0	0				
1997	684.314	83.334	74.564	49.126	35.500	4.555.70	16.9602	265.568	15.2475	215.24	36.986	221.675	25.1571	70.790	385	31	94	415	21	7	
1998	219.071	13.902	12.427	84.73	6.000	67.106	167.98	50.309	20.761	21.000	43.246	44.246	5.000	208	42	31	0				
1998	1068.300	10.840	10.340	72.300	0	630.200	301.500	328.700	234.500	135.200	237.000	365.900	25.000	747	30	37	0	938	17	10	

Regnskab år for	Omsætning g køb tkr	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytte køb	Aktiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omsætning gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt køb	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitalets forrentning køb	Egenkapitale ns andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi	Afkastrin gs-grad	Overskud s-grad
2002	893423	52217	86315	41085	100000	74278	34286	40042	381278	34488	48469	280543	327012	235000	579	12	51	0	162	7	6
2001	163791	8544	-107915	-108145	0	570722	327801	242921	223131	13938	198170	135483	333653	1000	143	71	39	0	22313	1	5
2007	320796	53448	69182	57375	50000	246733	105107	141626	120882	1300	33868	90683	124551	18000	282	53	49	87	672	22	17
2001	223090	50790	48397	33213	20000	121920	45486	78422	30779	4749	22839	43553	66382	25800	151	124	25	60	119	42	23
2007	432511	71755	87280	67677	0	352546	138142	214406	252369	11544	63369	192424	255793	60000	224	25	72	421	15	17	11
2004	320560	35686	40994	29467	0	382490	259590	122900	115457	11240	63369	192424	255793	11938	210	28	30	0	567	9	11
1999	194683	9897	7629	5123	0	160601	92833	67669	34839	8865	61143	55954	117097	1334	70	17	22	0	2612	6	5
2005	9865000	706000	746000	562000	0	6374000	3882900	2492000	1503000	0	2450000	2421000	5E+06	462000	3850	26	24	0	325	11	7
1999	445407	23453	16470	11626	0	364968	96457	268511	66831	317	71691	226130	297821	1000	70	36	18	0	6683	6	5
1997		-21585	-16513	-16513	0	33983	1371	32612	396	0	33587	33587		10000	99						
1999	493293	28258	11888	8112	0	461867	204597	253410	71379	5917	124830	329741	384571	25000	477	17	15	-	286	6	6
2003	1238700	123000	118200	89900	36000	1139700	624500	514800	497800	95100	220400	328500	546800	175000	997	21	44	40	284	11	10
2007	253563	16342	20614	16777	0	149298	60111	88187	71375	10800	0	67323	67323	50000	171	21	43	0	143	11	6
2002	420000	34000	242000	243000	240000	2009000	1182000	827000	680000	17000	297000	1015000	1E+06	185000	212	54	34	99	368	2	8
2003	610100	131223	170500	118000	0	1093300			435900	261800				95000	327	37	40	0	459		
2002	97339	-19831	-39293	-39293	0	168256	74471	93787	-34329	0	102824	99763	202587	18200	116	48	0	0			
2001	2877400	282000	218800	162700	170000	1946300	285900	1650400	293700	92400	38200	1522100	2E+06	136000	3514	54	15	106	216	14	10
1998	59676	11398	16952	11628	5000	84667	36183	48483	27581	3940	18743	34403	53146	1000	166	55	33	43	2758	13	0
2002	610666	9294	-3760	-1459	0	448422	158850	287572	43258	2400	115409	285355	400764	41000	403		10		1055	2	2
2001	1735308	110247	95499	65444	45000	957604	405019	532604	57600	33176	129567	737280	866847	57600	506	18,3	12,8	?	?	29,8	6,3
2001	411278	-28849	6311	206		341646	204765	136883	121399	9239	8445	202585	211010	51000	324	?	?	?	?	?	?
1984	160895	29348	3785	3785	0	229494			45689	0				183805	10000	302	20	0	457		
2002	457232	140055	108066	109081	100000	134336	139415	174921	160018	3893	111610	39115	150725	18095	187	177	51	92	884	45	31
1997	224680	15573	-2201	-2617	0	266096	90112	175984	25792	17130	123156	90018	213174	27500	123	-	13	0			
2004	158258	14610	48175	33560	0	161856	161856	0	161352	0	0	504	504	50494	105	?	?	?	?	?	?
2001	194231	54068	40481	26709	20000	636196	487178	169021	135421	4203	187500	270175	458675	30000	168	22	21	75	451	8	28
2002	265137	14537	11368	6840	9300	100522	25700	74822	38428	2832	15562	43700	59262	6000	156	21	38	136	640	14	5
2003																					
2005	1038300	-5900	254500	244500	0	5405500	38299300	1576200	1357200	50300	1392300	2605800	4E+06	800000	646	22	25		170		
2001	965000	57000	206000	125000	0	3436300	2823000	613300	1308400	82400	1161900	863700	2E+06	800000	559	11	38		164	2	6
2000	444859	4314	8372	6787	0	263820	144427	119393	84255	6208	43350	130007	173357	12010	555	9	32	0	702	2	1
1998	865100	27500	91600	80400	0	2221500	1427300	794200	722800	114700	649800	717100	1E+06	380000	856	11	33	0	190	1	3
2000	239446	41958	96138	60688	50000	442476	256754	185724	136399	1300	199956	107823	304779	2000	153	48	31	83	620	9	18
2000	132529	8845	7769	5255	3000	74448	35438	39012	52138	4027	0	18283	18283	15000	77	11	70	57	348	9	5
1999	176791	42771	-37575	-45892	0	404611	205118	199493	-34893	0	240266	199238	439504	10000	55		0			11	24
1998	830651	99898	87605	56938	40000	500945	197512	303433	175484	23012	112196	190253	302449	73600	438						
1999	69317	4438	3892	2628	0	125440	24174	101266	30851	5850	1000	87740	88740	5000	207	13	25	0	617	4	6
2005	1078000	89100	84100	62800	125000	593300	280100	313200	206200	24600	121600	241000	362500	25000	731	27	35	199	625	15	8

Regnskabs år for	Omsætnin g køb tkr	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omsætnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættel ser køb	Langfrist et geid	Kortfrist et geid	Gæld i alt køb	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkaphaile ns	Egenkaphaile ns andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad	
2003	794110	102397	173407	118562	125000	862303	271029	391274	385905	36482	16937	222979	239916	235000	499	31	58	105	164	15	13	
2002	146730	-20414	-81826	-253243	0	177812	108940	68872	14626	3427	50674	43085	93759	1000	206	?	?	?	?	30	21	
2008	348012	72785	80302	62664	32000	238913	113193	125720	133418	1200	31139	73156	105495	18000	271	?	?	?	?	?	?	
2002	298749	76227	91145	63436	31000	167543	43925	123618	94215	4318	21573	47437	69010	25800	155	206	56	49	365	45	28	
2008																						
2005	351390	34658	-10537	-18921	0	404168	233695	170473	96696	13505	20978	272989	293989	11938	228	?	?	?	?	?	?	
2000	402945	16133	12512	9782	9000	245420	132653	112768	61852	20215	66623	96731	163354	2250	153	28	25	92	2749	7	4	
2006	11698200	678710	692110	516570	500000	7814000	3744000	4070000	1976000	52000	1567000	4217000	5784000	462000	4665	51	25	65	428	13	6	
2000	537446	1801	-8415	-8020	0	257521	95451	162070	58810	0	41592	157119	198711	1000	79	-	23	0	5881	1	0	
1998																						
2000	562753	8538	-13880	-9192	0	450470	223949	226521	62187	7518	195347	185418	380765	25000	634	-	14	-	249	2	2	
2004	1545600	94300	76200	50700	42000	1185600	641500	544100	498000	83600	217100	387000	604100	175000	1146	10	42	83	285	8	6	
2008	262469	15690	13785	11000	0	166811	68132	98479	82226	11878	0	72507	72507	50000	170	?	?	?	?	?	?	
2003	444000	42000	105000	104000	0	2190000	1401000	789000	487000	18000	1410000	275000	1685000	185000	228	15	22	-	263	2	9	
2004	860800	121196	103500	103500	0	1263200			536400	268700				95000	354	24	43	0	568			
2003	125256	-23428	-34599	-35280	0	197703	63532	134171	5947		0	95688	96068	191756	85	103	3	0	29			
2002	2842900	284600	223200	165200	220000	1920900	292200	1628700	557900	76500	24768	28489	53257	1000	2047	56	29	133	387	15	10	
1999	59018	10065	8391	5922	0	91942	34727	57215	34458	4227	24768	28489	53257	1000	159	21	37	0	3446	11	0	
2002	1732206	174256	151333	114089	114918	1047711	371467	676244	172518	46697	208977	619519	828496	57600	537	774	11	11	0	118	5	4
2002	397745	-28599	-1002	-4938	0	370257	210434	159823	106232	12638	11707	236680	370257	51000	313	?	16,5	?	?	?	?	
1995	174124	12666	-14372	-14372	0	307156			31080	0			276076	10000	274		10	0	311			
2003	574220	184491	202099	196810	175000	387439	175619	211820	245555		0	110779	33105	143884	18095	175	123	63	89	1346	48	32
1998	176054	19418	20440	16570	0	1554448			40906	12584			101958	27500	112	188	26	0	149			
2005																						
2002	211183	68475	62550	43750	64093	620759	585003	35756	193709	61584	301633	63833	365466	30000	168	32	31	0	646	11	32	
2003	305244	19033	19889	13652	0	92242	27199	65043	45427	2587	0	46248	46248	6000	149	36	47	0	724	21	6	
2004																						
2005																						
2002	1037400	90300	369900	175000	0	3503300	2982100	521300	1513500	85200	953800	950800	1904600	800000	634	13	43		189	3	9	
2001	473481	17552	10364	10428	0	254404	156551	97854	97545	3207	42001	111650	153851	12010	519	12	38		812	7	4	
1999	869400	24300	-297700	-321000	0	2288000	1467300	820700	885500	32300	537300	832900	1370200	400000	845	-	39	0	221	1	3	
2001	221291	51336	60174	561515	0	739719	121459	618290	696630	2058	41031	41031	41031	2000	164	412	94	34832	7	23		
2001	148178	11033	11062	8014	4000	87841	36364	51477	58402	3423	0	28016	26016	15000	74	15	66	50	389	13	7	
2000	142946	3249	-91638	-92041	0	275685	110718	164967	-46488		0	90065	232108	11000	45			0		1	2	
1999	924338	104602	95156	70604	55000	555918	204903	331075	191088	26614	84872	233344	318216	73600	472							
2000	219988	19654	18574	12725	0	108841	16175	92666	38173	1930	0	68738	68738	5000	178	41	35	0	763	18	9	
2005	1078041	88507	84659		125000	539294	280070		206201	24572	121570	240951	362521	25000	731							

Regnskabs- år for	Omsætnin g køb tkr	Primær t	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omsætnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfriste t gæld	Gæld i alt køb	Sejlskabskapit al køb	Antal ansatte køb	Egenkapitalens forrentning køb	Egenkapitale ns andel køb	Pay-out ratio	Indre verdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad
2004	796664	67661	156996	117751	100000	837724	396023	491701	388763	59580	137624	301757	439381	235000	532	31	44	85	165	8	
2003	0	-3408	19910	37106	0	187498	143332	44166	28039	1951	70321	21187	91508	1000	9						
2009																					
2003	52250	16737	14016	10640	8604	32213	7006	25207	16832	850	3401	11130	14531	3401	187	11	52	81	495	52	
2009																					
2006																					
2001	383111	6352	3587	2209	3000	201183	119630	81552	61060	18949	53926	67248	121174	2250	148	4	30	136	2714	3	
2007																					
2001	446286	3369	-8362	-8362	0	211116	52558	158558	50449	0	42724	117943	160667	1000	56	-	24	0	5045	2	
1999																					
2001	462842	-3389	-24439	-19237	0	380407	205871	174536	42950	0	168068	169389	337457	25000	523	?	?	?	?	?	
2005	1545600	47400	32400	27100	128000	1177800	622000	555700	480200	70300	339900	287400	627300	175000	1045	5	41	473	274	4	
2009																					
2004	440000	18000	158000	161000	0	2115000	1537000	578000	625000	9000	1385000	96000	1481000	185000	232	33	30	-	338	1	
2005	698423	66963	127626	85648	0	1945989			617397	748847			500558	95000	400	?	?	?	?	?	
2004	226242	-4880	19337	17934	0	262182	106140	156042	14474	0	19764	227944	247708	20400	82	302	6		71		
2003	2642400	124000	63900	33200	0	1803500	289500	1514000	364300	63800	0	1374700	1374700	144000	2967	6	20	0	253	7	
2000	163687	13223	10512	7493	0	125089	69886	55203	41512	7486	41350	34741	76091	1000	156	22	33	0	4151	11	
2004	550872	29199	17273	11834	10000	403601	129750	273851	60283	2400	94111	171807	265918	41000	295	24	15	85	147	7	
2003	1716387	94744	81872	55890	55527	958974	352085	606889	113127	34257	149808	661782	811590	57600	529	39,1	11,8	?	?	?	
2003	391053	-17941	-15657	-9107	0	386799	207342	179457	87083	10334	11217	278165	289382	51000	301	?	?	?	?	?	
1996	212271	28768	13140	13140	0	208740			-45234				173874	10000	284	42		0			
2004	546319	202225	231132	217600	175000	462916	257997	204919	310414	0	2082	150420	152502	18095	153	91	67	79	1715	44	
1999	196553	22624	32588	22890	0	153970	81685	82272	49519	6844	62399	45208	107607		109	56	30	0	180	14	
2006																					
2003	56097	18284	15713	10854	0	590229	553556	36673	191885	41283	315733	41328	357061	30000	189	6	33		640	3	
2004	257148	16504	19128	14018	0	97893	26249	71644	57648	3273		36972	36972	6000	147	32	59	0	961	17	
2005																					
2006																					
2003																					
2002	462638	-47630	-48628	-46220	0	317330	15709	163621	50985	1345	37245	227745	264990	12010	520		16		425		
2000																					
2002																					
2002	150938	8528	8520	6061	3400	87581	38229	49352	61063	3073	0	23445	23445	15000	67	10	70	56	407	10	
2001	117266	-12508	-168508	-168508		66574	15195	51379	-146044	0	70065	142553	212618	11100	42						
2000	1171114	137525	120737	84283	0	753237	-63363	399884	273571	33431	58858	385577	444435	73600	559						
2001	264181	5603	3453	2194	0	158943	17452	141491	40367	2909	0	115667	155667	5000	243	6	25	0	807	4	
2006																					

Regrskabs år for	Onsetni g køb	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omsetnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt køb	Seiskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitalen s foretning	Egenkapitale ns andel køb	Fay-out ratio	Indre verdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad
2005	899686	250'6	115136	85380	87000	767202	299422	487760	335061	32395	918'	390565	389746	236000	561	22	44	102	143	3	3
2004	0	-14659	-103747	-205326	0	101736	69976	31760	-75381	4311	163249	9557	172806	1000	9						
2010																					
2004	50313	9766	9686	7223	10000	30646	7064	23491	15478	955	5000	9112	14112	3461	180	43	51	138	455	32	19
2010																					
2007																					
2002	411336	17835	15906	11136	0	185/117	104510	31207	72136	17736	37529	58255	95784	2250	140	?	?	?	?	?	?
2008																					
2002	356446	5163	46825	46426	0	147376	11652	135724	22863	0	5672	83386	89058	1000	39	92	16	0	2286	4	1
2000																					
2002																					
2006																					
2010																					
2005	513000	75000	231000	206300	0	2471000	1573000	898000	692000	6000	1592000	181000	1773000	185000	218	33	28	-	374	3	15
2000																					
2005	263426	-11583	1902	6354	0	285232	167634	117598	37186	4219	22138	221690	243826	20400	82	44	13		182		
2004	2790300	265800	219400	151200	171200	1744700	285100	1439600	522700	81500	0	1140100	1140100	144000	2932	42	30	113	363	15	10
2001	221947	15997	12218	8521	0	143446	74443	59002	50033	11487	44864	37061	81925	1000	210	21	35	0	5003	11	7
2005	671568	52125	64361	49457	0	412204	195833	216371	100690	4200	64550	147764	232314	47000	275	82	24	0	246	13	8
2004	1755285	176806	164739	108545	108876	316221	121004	695217	166476	4922	15390	629433	644823	57600	527	77,7	20,4			35,3	10,3
2004	431905	11806	5805	2994	0	353596	193080	150516	84435	9889	19207	240065	259272	57000	312	?		?	?	?	?
1997	184150	9435	-7182	-7182	0	199203	1290	1290	1290	0	0	197913	18095	279	1	0	1	0	7	4	4
2005	630087	160274	166707	109246	100000	421050	346206	74846	268408	1534	659	160451	161110	18095	166	36	61	91	1428	36	28
2000	213701	22594	15612	10778	31618	162263	92463	59800	27500	4102	585	130076	130661	27500	140	22	17	293	100	14	11
2007																					
2004																					
2005																					
2006																					
2007																					
2004																					
2003	571095	-4793	-5134	-8108	0	286650	135639	131011	35609	6351	83549	161051	244600	11010	560		12		267		
2001																					
2003																					
2003	1486441	11195	11212	7768	4000	95780	57667	36113	68745	9457	0	23578	23578	15000	79	13	72	51	458	12	8
2002																					
2001																					
2002	233465	-8773	-13822	-9717	0	96720	13266	33434	30650	0	0	66070	66070	5000	207	-27,3	32	0	613	-6,8	-3,7
2007																					

Regnskabsår for	Omsætnin g køb tkr	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt køb	Anleags- aktiver	Omsætnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt køb	Sejlskaskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitalens forrentning køb	Egenkapitalen s andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad
2006																					
2005																					
2011																					
2005	325038	43206	27750	22224	0	165702	40284	125418	55092	4548	30000	76062	106062	20406	210	144	33	0	270	26	13
2011																					
2008																					
2003	317298	3214	-1219	-985	0	164270	84111	80160	71211	15121	36217	41721	77938	2250	128	?	?	?	?	?	?
2009																					
2003	275954	5165	9134	6333	0	141049	11423	129626	29196	0	0	76398	76398	1000	25	28	21	0	2920	4	2
2001																					
2003																					
2007																					
2011																					
2006	511000	57000	253000	223000	0	3E+06	2E+06	927000	701000	6000	1681000	249000	1930000	185000	206	32	27	-	379	2	11
2007																					
2006	179675	-11553	-14873	-7325	0	257572	164372	93200	20744	4528	24792	207507	232299	20400	71		8		102		
2005																					
2002	216429	10509	7143	4950	18211	156551	64939	51612	56983	10923	51387	39257	90644	1000	221	10	36	368	5698	7	5
2006	892100	61300	63400	45400	75000	584600	237600	347100	165100	11500	96700	236300	333000	41000	271	45	28	165	403	10	7
2005	1788000	147000	126000	84000		527000	31000	496000	141000	0	0	385000	385000	57600	512	54,8	26,8	?	?	37,8	8,2
2005	431971	-75802	-83832	-58843	0	460863	245158	215705	228702	19506	38301	174354	212655	60000	356	?	?	?	?	?	?
1998	265590	26332	25883	24110	0	222169	117381	104788	25226	0	111411	85532	196943	18095	299	1869	11	0	139	12	10
2006	563803	134536	125439	87725	85000	474853	343480	131673	247195	99	0	227559	227559	18095	142	34	52	97	1366	28	24
2001																					
2008																					
2005																					
2006																					
2007																					
2008																					
2005																					
2004	627792	12603	16820	34114	0	369344	135614	233730	69390	7636	55797	236521	292318	12010	541	96	19		578	3	2
2002																					
2004																					
2004	119327	1061	469	683	200	82650	33012	49638	65607	3184	0	13859	13859	15000	80	1	79	29	437	1	1
2003																					
2002																					
2003	189476	-9602	-10876	-7643	0	99440	14025	85415	23007	0	947	75486	76433	5000	171	-28,3	23		460	-9,8	-5,1
2008																					

Regnskabsår for	Omsetning i købt år	Primær t	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytte i alt	Aktiver i alt	Anleags- aktiver	Omsetning i aktiver	Egenkapital i alt	Hensættelse i alt	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt	Selskabskapital i alt	Antal ansatte	Egenkapitalen i alt	Egenkapitalen i alt	Pay-out ratio	Indre værdi	Alkastn i alt	Overskud i alt
2007																					
2006																					
2012																					
2012	377604	78918	86742	61422	90000	225234	48162	177072	116514	7572	30000	71148	101148	20406	236	111	52	147	571	35	21
2009																					
2004																					
2010																					
2004	279634	5011	8407	5795	0	120782	9686	111096	34991	0	0	50336	50336	1000	22	20	29	0	3499	4	2
2002																					
2004																					
2008																					
2012																					
2007	577000	48000	2518000	2476000	0	3E+08	1027000	2194000	2934000	4000	30000	253000	283000	185000	194	353	91	-	1586	1	8
2008																					
2007	146217	-5467	-42161	-38296	0	232018	136799	95219	-21325	7733	0	245609	245609	20400	59						
2006																					
2003	203496	-507	-3892	-2742	0	139777	63729	76048	31241	9773	45869	52894	98763	600	215		22	0	5207		
2006																					
2006																					
2006	503216	73823	62742	40416	0	510962	184655	326307	261545	9768	5995	233654	239649	60000	368	?	?	?	?	?	?
1999	297780	44851	46511	33578	0	237591	122185	113406	58289	1620	90306	87376	177682	18095	294	133	25	0	322	19	15
2007	581672	143065	172468	138465	85000	569946	406369	163577	313379	3596		252971	252971	18095	216	56	55	61	1732	32	25
2002																					
2009																					
2006																					
2007																					
2008																					
2009																					
2006																					
2005																					
2003																					
2005																					
2005	139882	-1261	-4685	-3826	0	106496	34239	72257	61354	3052	0	42090	42090	15000	82	-	58	0	409	-	-
2004																					
2003																					
2004	223658	-824	-1577	-1170	0	157496	70445	87051	21837	0	37772	97887	135659	5000	187	-5,2	14		437	-0,5	-0,4
2009																					

Regnskabsår for	Omsetning i køb	Primært resultat	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Altiver i alt køb	Anlægs- aktiver	Omsetning i aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Lørløst et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt køb	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitale ns	Egenkapitale ns andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi køb	Afkæstthin gs grad	Overku ds grad
2008																					
2007																					
2013																					
2007	339528	45174	51294	38874	0	81194	66552	114642	55524	0	53484	72186	125670	20406	231	33	31	0	272	25	13
2013																					
2010																					
2005																					
2011																					
2005	310358	4698	6026	4279	0	139038	8401	130637	39270	0	0	64313	64313	1000	26	12	28	0	9927	3	2
2003																					
2006																					
2009																					
2013																					
2008																					
2009																					
2008	173306	-21048	7565	3925	0	241957	158229	83728	-11765	179	0	253543	253543	20400	43						
2007																					
2004	35570	-535	-1066	-765	0	145940	62403	83537	30476	9472	45155	60837	105992	600	205		21	0	5079		
2007																					
2007																					
2007																					
2000	360477	48831	57256	41161	39328	325465	128491	196974	58472	15099	125225	126670	251895	18095	331	71	18	96	323	15	14
2008	571424	-29091	-77541	-40948	0	528171	232265	255894	173158	3527	0	351486	351486	18095	141			?			
2003																					
2010																					
2007																					
2008																					
2009																					
2010																					
2007																					
2006																					
2004																					
2006																					
2006	126531	-8025	-12558	-13982	0	90977	30462	60515	51951	0	239	38787	39026	15000	101		57	0	346	-	-
2005																					
2004																					
2005	208505	-9775	-13763	-14683	0	123276	66727	56549	7154	0	34518	81604	116122	5000	162	-100,7	5,8			-7	-4,7
2010																					

Regnskabs år for	Onsetni ng køb	Primær t	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt	Anlæg s-	Onsetnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt køb	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitale ns	Egenkapital ens andel	Pay-out ratio	Indre værdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad
2009																					
2008																					
2014																					
2008																					
2014																					
2011																					
2006																					
2012																					
2006	323862	13785	2311	1425	0	149209	8087	141122	40695	0	28575	79939	108514	1000	19	4	27	0	4070	9	4
2004																					
2006																					
2010																					
2014																					
2009																					
2010																					
2009																					
2008																					
2005	214589	7019	3965	4941	0	125601	49172	76429	31460	6937	33513	53691	87204	600	191	16	25	0	5243	6	3
2008																					
2008																					
2008																					
2001																					
2009																					
2004																					
2011																					
2008																					
2009																					
2010																					
2011																					
2008																					
2007																					
2005																					
2007																					
2007																					
2006																					
2005																					
2006	162055	-31007	-35794	-35794	0	111343	58167	53176	-17465	0	32366	96442	128808	5100	156	-291.1	-15.7			-26.4	-19.1
2011																					

Regnskabs år for	Omsætnin g køb tkr	Primær t	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbytt e køb	Aktiver i alt	Anlæg s-	Omsætnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitalens forrentning	Egenkapitale ns andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi	Afkastnin gs-grad	Oversku ds-grad
2010																					
2009																					
2015																					
2009																					
2015																					
2012																					
2007																					
2013																					
2007																					
2005																					
2007																					
2011																					
2015																					
2010																					
2011																					
2010																					
2009																					
2009	200462	3104	763	448		128755	52534	76222	31908	7252	35320	54275	89595	600	171	1,4	24,8				6,7
2009																					
2009																					
2002																					
2010																					
2005																					
2012																					
2009																					
2010																					
2011																					
2012																					
2009																					
2011																					
2012																					
2009																					
2008																					
2006																					
2003																					
2008																					
2007																					
2006																					
2007	123101	14359	11357	11357		41533	9890	31643	-6108	0	545	47296	47641	5100	57	-96,6	-14,7			18,8	11,6
2012																					

Regnskabs år for	Omsætnin g køb tkr	Primer t	Resultat før skat	Resultat efter skat	Udbyrt e køb	Aktiver i alt	Anlæg s-	Omsætnin gs-aktiver	Egenkapit al køb	Hensættels er køb	Langfrist et gæld	Kortfrist et gæld	Gæld i alt	Selskabskapi tal køb	Antal ansatte	Egenkapitale ns	Egenkapitale ns andel køb	Pay-out ratio	Indre værdi køb	Afkæstnin gs-grad	Overskui ds-grad
2011																					
2010																					
2016																					
2010																					
2016																					
2013																					
2008																					
2014																					
2008																					
2006																					
2008																					
2012																					
2016																					
2011																					
2012																					
2011																					
2010																					
2007	204763	13791	10529	8880		0	128913	37094	91819	40788	5057	23967	59101	83069	600	170	24,4	31,5			6,7
2010																					
2010																					
2010																					
2003																					
2011																					
2006																					
2013																					
2010																					
2011																					
2013																					
2012																					
2013																					
2010																					
2009																					
2007																					
2009																					
2009																					
2008																					
2007																					
2008																					
2013																					

BILAG 2 – RÅDATA FRA DANMARKS STATISTIK

Data indhentet fra DST til beregning af sammenligningsgruppens nøgletal				
Årstal	Omsætning mio kr.	Primært resultat mio kr.	Aktiver i alt mio kr.	Kilde
1992	1356480	79537	960013	Statistisk Årbog 1995 tabel 358
1993	1336098	77987	964231	Statistisk Årbog 1996 tabel 356
1994	1457433	94993	1008272	Statistisk Årbog 1997 tabel 357
1995	1504418	90747	1015229	Statistisk Årbog 1998 tabel 357
1996	1546696	84725	1111880	Statistisk Årbog 1999 tabel 265
1997	1660788	95007	1160939	Statistisk Årbog 2000 tabel 265
1998	1337002	72500	801635	Statistisk Årbog 2000 tabel 266
1999	1877598	131432	1771595	Statistisk Årbog 2001 tabel 265
2000	2041154	144922	1839206	Statistisk Årbog 2002 tabel 270
2001	2199242	147349	2337281	Statistisk Årbog 2004 tabel 265
2002	2231038	142786	2294438	Statistisk Årbog 2005 tabel 269
2003	2244249	148120	2304240	Statistisk Årbog 2006 tabel 247
2004	2333563	177351	2623438	Statistisk Årbog 2007 tabel 246
2005	2591308	215079	2868754	Statistisk Årbog 2008 tabel 251
2006	2849368	230799	3233161	Statistisk Årbog 2009 tabel 252
2007	3024400	238928	3675575	Statistisk Årbog 2010 tabel 234

Data indhentet fra DST til vurdering af sammenligningsgruppens andel af den totale mængde selskaber i DK				
Årstal:	Omsætning hos sammenlignings- gruppen mio kr.:	Momsregistreret omsætning i DK mio kr.:	Kilde:	Sammenligningsgruppens omsætningsandel af den samlede omsætning i DK:
1992	1356480	1472182	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	92,1%
1993	1336098	1450413	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	92,1%
1994	1457433	1577744	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	92,4%
1995	1504418	1657785	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	90,7%
1996	1546696	1720700	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	89,9%
1997	1660788	1839039	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	90,3%
1998	1337002	1886129	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	70,9%
1999	1877598	2062960	Statistisk tiårsoversigt 2004 s. 80	91,0%
2000	2041154	2246270	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	90,9%
2001	2199242	2360183	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	93,2%
2002	2231038	2384464	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	93,6%
2003	2244249	2392526	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	93,8%
2004	2333563	2507708	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	93,1%
2005	2591308	2870410	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	90,3%
2006	2849368	3154982	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	90,3%
2007	3024400	3361173	Statistisk tiårsoversigt 2010 s. 77	90,0%

BILAG 3 – BEREGNINGER AF NØGLETAL

Portefølgelselskab	AG - Årsmåling			OG - Overkursgrad			AOL - Aktiernes omsætningshastighed		
	Året for køb	Gennemsnit over 3. ejerskabår	Sammenlignings Årsmåling	Året for køb	Gennemsnit over 3. ejerskabår	Sammenlignings Årsmåling	Året for køb	Gennemsnit over 3. ejerskabår	Sammenlignings Årsmåling
Aalborg Industries	7,26	6,89	7,03	6,63	6,65	5,84	0,94	1,05	0,94
Acton IT Group	46,09	3,54	1,50	6,72	16,18	5,22	2,85	0,25	1,20
Bucher	13,17	22,60	21,56	6,82	12,16	18,45	1,08	1,22	1,30
Concor	15,84	33,95	41,66	6,84	18,09	22,02	0,88	1,59	1,83
Danfoss Marine Systems (nu Dancofos)	15,90	17,81	20,35	6,82	10,32	14,64	1,54	1,21	1,33
Danfoss Drog	28,89	13,83	9,33	6,90	18,93	12,84	1,53	1,05	0,84
Dansk Mediser Rotation (nu GraphX)	8,94	9,70	6,16	7,22	12,16	5,08	2,13	1,82	1,21
Danske Trehandels (nu DT Group)	8,46	8,37	1,08	7,13	5,84	7,16	1,45	1,45	1,55
EET Danmark a/s	38,08	4,42	6,43	7,12	2,77	5,27	1,00	1,71	1,22
Everton Schmidt	2,72	-20,86	-63,52	7,90	2,38	15,03	1,14	0,49	0,60
Fleving - 2002 registreret medtages ikke, da det kun viser et halvt år	-8,73	0,78	6,12	7,37	-6,41	0,69	1,36	1,13	1,07
Gud & Værstrand	9,73	9,39	10,79	6,73	8,66	7,67	1,12	1,24	1,09
Giam Commercial	3,71	9,07	10,95	6,82	2,42	6,05	1,54	1,50	1,70
Icopal	2,82	1,85	1,69	6,69	11,42	9,09	0,25	0,20	0,21
Ihil	3,21	8,22	12,00	6,73	2,92	15,68	1,10	0,51	0,56
Kirk Acoustics (nu Sonten)	11,62	-13,92	-11,79	6,69	11,46	-25,96	1,01	0,72	0,58
Kvintet	8,74	13,36	14,49	6,85	9,09	9,28	0,96	1,45	1,48
Lindplast	9,33	6,63	13,46	7,22	5,29	5,89	1,76	1,32	0,70
Logstor Rør (nu Logstor)	11,45	5,50	2,08	6,89	5,70	3,65	2,01	1,55	1,37
Louis Poulsen Elektrik	8,44	14,96	11,51	6,85	5,83	7,41	1,45	1,95	1,81
Microtronic (bev stiftet 1992, derfor intet registreret fra 1991/1992)	-	-2,56	-8,44	6,84	-	-2,29	-	1,00	1,20
Microtronic (nu Sonten)	-	11,77	12,79	8,32	-	14,33	-	0,87	0,70
Monarflex	18,88	28,14	44,56	6,69	15,06	22,29	1,25	1,22	1,45
Nordic Info Group (RK) (nu Experian A/S)	25,62	8,09	5,85	8,18	23,64	9,60	1,08	0,83	0,84
Novadan (nu TW Novasan)	-3,80	-17,92	9,03	6,90	-56,57	-53,68	0,07	0,58	0,98
Novasol (nu Novasol Dansommer)	23,09	10,29	8,50	6,71	-	25,62	-	0,25	0,31
Nycomed Danmark	13,84	11,65	14,46	6,43	6,21	4,10	2,23	2,75	2,64
Nycomed Pharma	5,23	3,86	-	6,22	2,19	1,42	2,39	2,68	-
Rational Vinduer	2,58	1,10	-0,11	6,90	8,70	6,92	0,30	0,18	0,19
Sabroe Refrigeration a/s - fusion med sabroe holding a/s - 1997 til Sabroe Refrigeration a/s - andres 1993 til Vork Refrigeration Aps	3,99	1,53	1,66	6,80	12,34	5,83	0,32	0,25	0,28
Struers (Scientific Product Group)	2,08	0,62	1,64	6,84	1,14	-0,01	1,83	1,81	1,69
Thygesen Textil Group - her ses på underliggende virksomhed	7,51	1,46	1,24	8,22	6,82	3,29	1,10	0,51	0,39
Tilum-Scambik - (Tilum Mcbellebrik A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen)	11,86	18,83	19,94	8,13	7,82	11,72	1,52	1,61	1,32
Vest-Wood	3,02	3,83	3,54	7,19	1,60	0,88	1,89	1,97	0,55
	4,66	15,12	15,02	6,90	3,54	8,53	1,32	1,91	1,82

	SG - Soliditetsgrad			LG - Likviditetsgrad			F/E - Gældsforhold		OPM - Omsætning pr. medarbejder	
	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden
Pontefelgeselskab										
Aalborg Industries	31.34	45,43	51.33	77,97	129,90	142,73	2,00	1,15	971,10	1443,12
Aston IT Group	37,74	6,76	39,10	135,86	126,42	179,30	1,65	37,54	1278,21	715,06
Bucher	55,74	42,48	48,69	133,38	138,45	156,18	0,72	1,52	1179,02	1178,59
Context	68,06	37,44	25,95	458,90	181,07	175,47	0,43	2,02	1161,27	1147,76
Danfoss Maine Systems (nu Dancoos)	60,30	61,90	71,58	188,91	198,72	241,90	0,61	0,60	1492,85	1780,14
Dansk Droge	42,58	35,49	30,19	71,03	72,12	63,87	1,34	1,97	1458,13	1513,01
Dansk Heatset Rotation (nu GraphX)	19,18	32,28	21,69	0,00	125,64	121,47	4,00	1,99	236,01	259,86
Danske Trælasthandel (nu DT Group)	57,74	35,28	23,58	206,54	132,23	102,93	0,71	2,14	2412,67	2540,13
EET Denmark a/s	58,20	20,05	18,31	0,00	151,59	118,74	0,71	5,92	0,00	8768,36
Everbton Schmidt	48,90	0,99	1,17	0,00	97,10	97,10	1,04	27,13	84,82	301,85
Føvling - 2002 regnskabs medtages ikke, da det kun viser et halvt år	15,34	13,18	15,45	109,88	101,55	97,56	5,27	6,62	628,84	862,88
Gud & Marsrand	36,04	42,04	43,68	115,00	155,78	157,67	1,49	1,18	1084,89	1287,55
Gram Commercial	37,47	47,16	47,81	90,48	152,15	132,48	1,60	1,00	1825,70	1570,78
Icopal	50,71	33,47	33,85	126,04	302,79	81,48	0,00	2,76	1388,51	2009,43
IHI	30,72	33,46	39,87	0,00	-	0,00	0,25	1,15	3893,97	1923,19
Kirk Accoustics (nu Sorlon)	42,53	4,32	-20,40	91,18	76,12	94,01	1,25	3,16	937,57	2068,88
Kvinnet	65,13	25,07	15,09	235,32	133,01	108,43	0,47	3,28	496,53	928,81
Lindplast	29,59	29,42	32,58	0,00	150,05	140,93	2,20	2,33	840,37	359,49
Legater Rør (nu Lopsrør)	14,89	15,48	9,69	136,20	121,68	100,78	5,65	6,58	1064,35	1834,79
Louis Poulsen Elektronik	51,13	10,31	6,02	179,86	110,33	74,95	0,87	7,38	1983,35	3049,80
Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)	-	35,52	35,53	0,00	84,82	67,57	-	2,16	-	1266,79
Microtronic (blev stillet i 1992, derfor intet regnskab fra 1997 indgået efter)	-	10,47	19,51	0,00	122,68	0,00	-	20,96	722,46	532,76
Microtronic (nu Sonion)	24,53	46,66	50,51	132,08	204,14	447,20	3,05	1,64	1012,85	2883,43
Monarflex	43,38	10,14	9,69	0,00	144,50	195,50	1,24	2,71	1729,77	1559,70
Natitest	68,18	32,48	99,69	18,97	94,06	0,00	0,43	-0,05	1328,38	1448,96
Nordic Info Group (RKI) (nu Espejan A/S)	7,87	22,64	21,29	115,95	81,61	69,56	6,94	3,31	-	936,61
Novadan (nu ITW Novasol)	24,23	40,26	38,23	100,50	144,65	171,22	2,99	1,60	1626,03	1742,37
Novasol (nu Novasol Dansommer)	9,61	10,04	-	92,18	96,51	0,00	8,90	-10,10	3596,64	3536,56
Nycomed Denmark	43,20	39,62	25,11	54,83	66,83	69,49	1,26	2,05	1636,28	1502,52
Nycomed Pharma	52,29	36,78	38,08	92,82	43,28	69,40	0,78	1,68	1451,93	1621,83
Rational Vinduer	38,43	26,26	31,54	131,25	100,39	91,84	1,44	3,36	719,56	901,21
Sabroe Refrigeration a/s fusion med sabroe holding a/s i 1997 til Sabroe Refrigeration a/s, ændres 1999 til York Refrigeration ApS	55,34	38,97	32,54	134,05	127,07	110,75	0,75	1,50	964,85	964,03
Shuers (Scientific Product Group)	18,95	46,29	30,33	371,92	542,83	172,25	4,54	1,92	1389,35	1299,01
Thygesen Textile Group - her ses på underliggende virk. A/S S Thygesen	71,80	66,96	70,03	314,69	222,12	213,38	0,33	0,46	1296,13	1665,44
Time System International	11,52	-49,07	8,62	42,22	54,90	100,13	7,46	-71,35	1369,04	2155,23
Tullum Scanmark (Tullum Mobelfabrik A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen)	41,33	34,75	35,03	0,00	128,57	159,49	1,23	1,74	1560,85	1878,45
Variantsystem (nu Bekæftet Handling Group)	26,36	36,87	24,59	125,94	101,88	115,49	2,61	2,38	906,05	1143,15
Vest-Food	21,39	36,55	34,75	105,03	131,01	129,36	3,44	1,68	1042,82	1553,86

BILAG 4 – T-TESTS MED AFKASTNINGSGRADEN

AG - Afkastningsgrad					t-test: Paired Two Sample for Means	
Porteføljegeselskab	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår	Sammenligningsgruppe	AG året for køb	AG gns ejerskab
Aalborg Industries	7,3	9,2	7,0	6,9	12,20881542	7,026698372
Aston IT Group	46,1	-3,5	1,5	6,7	142,1370884	123,0791173
Buchler	13,2	22,6	21,7	6,8	0,183577385	0
Contax	15,8	34,0	41,7	6,8	2,083356486	34
Danbass Marine Systems (nu DancoSi)	15,9	17,8	20,4	6,8	0,022404167	0,022404167
Dansk Droge	28,9	13,8	9,3	6,9	1,690924198	1,690924198
Dansk Healer Rotation (nu GraphX)	25,9	9,7	6,2	7,2	0,044808334	0,044808334
Danske Trælashandel (nu DT Group)	8,5	9,0	11,1	7,1	2,032444498	2,032444498
EET Danmark als	38,1	4,4	6,4	7,1		
Everton Schmidt	2,7	-20,9	-83,5	7,9		
Føvling - 2002 regnskab medtages ikke, da det kun viser et halvt år	-8,7	0,8	6,1	7,4		
Glud & Marstrand	9,7	9,4	10,8	6,7		
Gram Commercial	3,7	9,1	10,9	6,8		
Iconal	2,8	1,9	1,7	6,7		
IHI	3,2	8,2	12,0	6,7		
Kirk Acoustics (nu Sonion)	14,6	-15,9	-11,8	6,7		
Kvintek	8,7	13,4	14,5	6,8		
Linoplast	9,3	6,6	13,5	7,2		
Løgstor Re (nu Logstor) (inter regnskab for 1989/ tidligere ejer)	11,4	5,5	2,1	6,9		
Louis Poulsen El-teknik	8,4	15,0	11,5	6,8		
Microtronic (nu Sonion)	18,9	28,1	44,6	6,7		
Monarflex	25,6	8,1	5,9	8,2		
Nettest	-3,8	-17,9	9,0	6,9		
Nordic Info Group (RKI) (nu Experian A/S)	23,1	10,3	8,5	6,7		
Novadan (nu ITW Novasam)	13,8	11,6	14,5	6,4		
Nycomed Danmark (inter regnskab for 2002/ tidligere ejer)	2,6	1,1	-0,1	6,9		
Nycomed Pharma	4,0	1,5	1,7	6,8		
Rational Vinduer	2,1	0,6	1,6	6,8		
Sabroe Refrigeration als' fusion med sabroe holding als i 1997 til Sabroe Refrigeration als, ændres 1999 til York Refrigeration ApS	7,5	1,5	1,2	8,2		
Stuers (Scientific Product Group)	11,3	7,2	9,5	7,2		
Thyssen Texide Group - her ses på underliggende virk. AIS S Thyssen	9,9	5,7	9,2	7,9		
Time System International	36,1	-0,3	10,6	7,7		
Tivium-Scanbirk - (Tivium Møbelfabrik AIS er anvenet, da det er underliggende virksomhed i koncernen)	11,9	18,8	19,9	8,1		
VariantSystem (nu Bekæft Handling Group)	3,0	3,8	9,5	7,2		
Vest-Wood	4,7	16,1	15,0	6,9		
t-test: Two-Sample Assuming Unequal Variances					Peer gns ejerperiode	AG gns ejerskab
Mean					7,046700379	7,026698372
Variance					0,206145031	123,0791173
Observations					35	35
Hypothesized Mean Difference					0	0
df					34	34
t Stat					0,010657418	
PT<=t) one-tail					0,495779531	
t Critical one-tail					1,690924198	
PT<=t) two-tail					0,991559062	
t Critical two-tail					2,032444498	

Selskaber taget ud, pga manglende data:
Louis Poulsen Lighting
Microtronic blev slået 1992, derfor inljet regnskab fra 1991/ tidligere ejer)
Novasol (nu Novasol Dansommer)

BILAG 5 – T-TESTS MED OVERSKUDSGRADEN

OG - Overskudsgrad				
Porteføljefølgelskab	Åre: for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår	Sammenlignes gruppe
Aalborg Industries	7,1	6,4	5,8	7,1
Aston IT Group	16,2	4,7	5,2	6,9
Blücher	12,2	18,4	16,7	8,0
Context	18,1	22,0	22,8	7,3
Danfoss Marine Systems (nu Danos)	10,3	14,6	16,6	8,0
Dansk Drops	18,9	12,8	11,1	7,5
Dansk Healse Rotation (nu Grapix)	12,2	5,2	5,1	6,5
Danske Trælasthandel (nu DT Group)	5,3	6,0	7,2	8,0
Favling - 2002 regnskabs medtages ikke, da det kun viser et halv år	-6,4	0,7	5,7	6,5
Gud & Mastrand	8,7	7,7	9,9	7,2
Gran Commercial	2,4	6,0	6,4	8,0
Icopal	11,4	9,1	8,1	7,4
IFH	2,9	15,7	21,5	7,2
Kirk Accoutice (nu Sonten)	11,5	25,0	20,4	7,4
Kwinnet	9,1	9,3	9,8	7,1
Linplast	5,3	5,9	19,1	7,0
Legator Ret (nu Loptor)	5,7	3,6	1,5	7,3
Louis Poulsen Chemie	5,8	7,4	0,4	7,1
Microtronic (nu Goniem)	15,1	22,3	30,0	7,4
Monarflex	23,0	9,0	0,9	0,1
Nettest	-50,0	-33,7	9,2	7,5
Novodan (nu ITW Novasol)	0,2	4,1	5,5	6,8
Nycomed Danmark	8,7	6,9	-0,0	7,5
Nycomed Pharma	12,3	5,8	5,9	6,7
Rational Vinduer	1,1	0,0	1,0	6,9
Sabroe Refrigeration a/s fusion med saabroe holding als i 1997 til Sabroe Refrigeration a/s, ændres 1999 til York Refrigeration ApS	6,8	3,3	3,2	6,0
Stuers (Stuerlied Product Group)	23,1	18,2	17,5	6,9
Tiljysen Textilie Group - I år ses på underligger de vik. A/S S Tiljysen	3,2	3,4	5,2	7,2
The System International	23,5	-1,3	24,2	6,6
Villum-Scanbirk - (Villum Møbelbark A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen)	7,8	11,7	12,0	6,3
Variantsystem (nu Bekant Handing Group)	1,8	0,9	6,4	7,0
Väst-Wood	3,5	8,5	8,3	7,5

t-Test: Paired Two Sample for Means

Mean	7,435851713	OG drift før løb	OG drift efter løb
Variance	184,475846	32	32
Observations	0,759011534	0	31
Pearson Correlation	1,277028217	0,105537488	0,105537488
Hypothesized Mean Difference	0	0,105537488	0,105537488
t Stat	0,105537488	0,105537488	0,105537488
t Critical one-tail	0,105537488	0,105537488	0,105537488
t Critical two-tail	0,211074975	0,211074975	0,211074975

t-Test: Paired Two Sample for Means

Mean	7,435851713	OG drift før løb	OG drift efter løb
Variance	184,475846	32	32
Observations	0,16127716	0	31
Pearson Correlation	-0,655616111	0,259433815	0,259433815
Hypothesized Mean Difference	0	0,259433815	0,259433815
t Stat	0,259433815	0,259433815	0,259433815
t Critical one-tail	0,259433815	0,259433815	0,259433815
t Critical two-tail	0,51886763	0,51886763	0,51886763

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

Mean	7,128770049	OG drift før løb	OG drift efter løb
Variance	0,268630056	32	32
Observations	0	0	31
Hypothesized Mean Difference	0	0	0
t Stat	0,754541472	0,754541472	0,754541472
t Critical one-tail	0,754541472	0,754541472	0,754541472
t Critical two-tail	1,509082944	1,509082944	1,509082944

Selskaber taget ud, pga manglende data:
EET Danmark als
Everton Scmidt
Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)
Microtronic (blev stiftet 1992, derfor ikke regnskabs fra 1991 indligger ejer)
Nordic Info Group (RK) (nu Experian A/S)
Novasol (nu Novasol Dansommer)

BILAG 6 – T-TESTS MED AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED

AOH - Aktiemere: omsætningshastighed				
Porteføljeselskab		Aktief for kdb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår
Kørling Industries		0,94	1,05	1,20
Asten IT Group		2,85	0,25	0,29
Bibichor		1,00	1,22	1,30
Danish Maritime Systems (nu Danicos)		0,98	1,39	1,35
Dansk Droge		1,24	1,25	0,83
Dansk Høstet Kølport (nu Grapex)		1,53	1,25	0,53
Dansk Træsejlerende (nu DT Group)		1,13	1,83	1,21
Fevling - 2007 regnskabsmæssigt kko, da der kun blev solgt 1 år		1,45	1,48	1,55
Guld & Nordmand		1,35	1,13	1,27
Gram Commercial		1,12	1,24	1,39
Icopal		1,54	1,50	1,70
JHI		1,10	0,51	0,56
Kitt Acoustics (nu Sonion)		1,01	0,72	0,58
Kumtel		0,95	1,45	1,48
Lindplac		1,76	1,32	0,70
Logster Far (nu Logstor)		2,01	1,55	1,37
Louis Poulsen Elektronik		1,45	1,96	1,31
Microtronic (nu Sonion)		1,25	1,22	1,45
Mora flex		1,08	0,83	0,34
Netnet		0,07	0,58	0,28
Noradan (nu ITW Novasol)		2,23	2,76	2,54
Nycomed Danmark		0,30	0,18	0,19
Nycomed Pharma		0,32	0,25	0,28
Rabirel/Vindier		1,83	1,81	1,59
Salvax Refrigeration als, fusion med salvax hviding als i 1967 til Salvax Refrigeration als, ændres 1999 til York Refrigeration ApS		1,40	0,51	0,39
Stuers (Scientific Product Group)		0,49	0,42	0,54
Thyssen plant group - blev solgt på underliggende akt. AIS St Thygesen		1,21	1,54	1,78
Time System International		1,54	0,85	0,44
Tyum-Scarbox - Tyum Metalbunk A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen		1,52	1,01	1,56
Vest-Wood (nu Ebbelvi-Hansing Group)		1,99	1,97	0,55
VestWood		1,32	1,91	1,52
Selskaber nævnt ud over nævnte selskaber:				
Louis Poulsen Lighting (Da to forskellige regnskabsår modtages kko, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)				
Microtronic (blev solgt 1992, center efter regnskabs fra 1981 til tidligere ejer)				
Nordic Info Group (RO) (nu Experian A/S)				
Norasol (nu Novasol Danskernes)				
EET Danmark als				
Evelton Schmidt				

t-test: Parvis dobbeltstillet prøve for middelværdi				
AOH direkte for kdb		AOH grs ejerskab	AOH grs ejerskab	
Middelværdi		1,284354129	1,10741106	
Varians		0,375450159	0,357514665	
Observationer		32	32	
Pearson korrelation		0,316465791	0	
Hypotese for forskel i middelværdi		0	0	
t-stat		1,451489861	31	
P(<=t) en-halet		0,078345006		
t-kritisk en-halet		1,695538742		
P(<=t) to-halet		0,156690012		
t-kritisk to-halet		2,032513438		
t-test: Parvis dobbeltstillet prøve for middelværdi				
AOH direkte for kdb		AOH grs ejerskab	AOH grs ejerskab	
Middelværdi		1,284354129	1,10741106	
Varians		0,375450159	0,357514665	
Observationer		32	32	
Pearson korrelation		0,316465791	0	
Hypotese for forskel i middelværdi		0	0	
t-stat		1,451489861	31	
P(<=t) en-halet		0,078345006		
t-kritisk en-halet		1,695538742		
P(<=t) to-halet		0,156690012		
t-kritisk to-halet		2,032513438		
t-test: To stikprøver med forskellig varians				
AOH direkte for kdb		AOH grs ejerskab	AOH grs ejerskab	
Middelværdi		1,170714226	1,001129803	
Varians		0,39189723	0,01986022	
Observationer		32	32	
Hypotese for forskel i middelværdi		0	0	
t-stat		1,491945511	34	
P(<=t) en-halet		0,07246737		
t-kritisk en-halet		1,690241108		
P(<=t) to-halet		0,146934741		
t-kritisk to-halet		2,032244498		

BILAG 7 – T-TESTS MED OMSÆTNING PR. MEDARBEJDER

OPM - Omsætning pr. medarbejder			
	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår
Asbjørn Industries	971,10	1443,12	1543,04
Aston IT Group	1178,21	715,06	1145,39
Bücher	1178,02	1176,59	1224,41
Comlex	1161,27	1147,76	1477,42
Danless Marine Systems (nu Damcos)	1492,85	1780,14	1950,85
Dansk Drojle	1455,18	1515,01	1526,48
Dansk Heatset Rotation (nu Graphix)	2569,01	2569,86	2781,19
Danske I-træskander (nu DT Group)	2412,67	2540,13	2562,34
EET Danmark a/s	0,00	8768,36	6362,96
Everton Sportud	487,20	301,85	0,00
Fovling - 2002 regnskabs medtages ikke, da det kun viser et halv år	628,84	862,88	1034,16
Guld & Marstrand	1084,89	1287,55	1242,43
Gram Commercial	1825,70	1570,78	1462,94
Icopal	1388,51	2009,43	1981,13
IHI	3893,97	1923,19	1865,75
Kirk Acoustics (nu Soniton)	937,57	2068,88	839,13
Kuntiet	486,53	928,81	818,84
Lindplast	778,45	846,37	359,49
Logstar Rør (nu Logstar)	1054,35	1834,79	1515,30
Louis Poulsen Elektronik	1989,36	3049,80	3429,46
Micronic (nu Soniton)	1012,86	2883,43	2445,09
Moharflex	1729,77	1559,70	1826,67
Nettest	1328,38	1448,96	1507,22
Novadan (nu ITW Novasan)	1626,03	1742,37	1699,60
Nycomed Danmark	1836,28	1500,52	1607,28
Nycomed Pharma	1451,93	1621,83	1726,30
Rational Vinduer	719,59	901,21	801,55
Sabroe Refrigeration a/s, fusion med sabroe holding a/s i 1997 til Sabroe Refrigeration a/s, ændres 1999 til York Refrigeration A/S	964,89	964,03	1010,63
Sabroe Scientific Product Group	1889,35	1239,01	1565,01
Stuers Textile Group - her ses på underliggende virk. A/S S Thygesen	1196,19	1666,44	1721,16
Time System International	1369,04	2155,23	3214,38
Tvårum-Scanbrik - (Tvlum Mobilfabrik A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen)	1560,86	1878,45	1896,46
VariantSystem (nu Bakaert Handling Group)	906,05	1143,15	334,86
West-Wood	1042,82	1553,86	1474,69

Selskaber taget ud, pga manglende data:
Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)
Micronic (blev stiftet 1992, derfor ikke regnskabs fra 1991/1 tidligere ejer)
Nordic Info Group (RK) (nu Experian A/S)
Novasol (nu Novasol Dansommer)

t-Test: Paired Two Sample for Means

	Oms pr medarbejder året for køb	Oms pr medarbejder gns ejerskab
Mean	1341,81511	1785,58652
Variance	486047,1151	1896306,407
Observations	34	34
Pearson Correlation	-0,080280496	0
Hypothesized Mean Difference	0	0
df	33	33
t Stat	-1,618871672	
P(T<=t) one-tail	0,057497114	
t Critical one-tail	1,692360258	
P(T<=t) two-tail	0,114994227	
t Critical two-tail	2,034515287	

t-Test: Paired Two Sample for Means

	Oms pr medarbejder året for køb	3. ejerskabsår
Mean	1341,81511	1704,517489
Variance	486047,1151	1228712,095
Observations	34	34
Pearson Correlation	0,113288074	0
Hypothesized Mean Difference	0	0
df	33	33
t Stat	-1,704421983	
P(T<=t) one-tail	0,048850929	
t Critical one-tail	1,692360258	
P(T<=t) two-tail	0,097701859	
t Critical two-tail	2,034515287	

BILAG 8 – T-TESTS MED LIKVIDITETSGRADEN

LG - Livkvalitet, grad		Påvirkelsesfaktorer		Gennemsnit over ejerskabsperioden		3. ejerskabsår	
		Året for køb					
Aalborg Industries		78,0	129,9	129,9	142,7		
Aston IT Group		135,9	136,4	179,3	179,3		
Büchler		133,4	138,4	136,2	136,2		
Contex		428,9	131,1	175,5	175,5		
Danfoss Marine Systems (nu Dancoo)		188,9	138,7	241,9	241,9		
Dansk Droge		71,0	72,1	63,9	63,9		
Danske Frelæshandel (nu DT Group)		200,5	132,3	102,3	102,3		
Enfiling - 2002 opstak midtvejs Mø, da der kun var et havt år		107,9	101,6	97,6	97,6		
Gud & Nordtrod		115,0	155,8	157,7	157,7		
Gram Commercial		90,5	152,2	132,5	132,5		
Isopac		126,0	322,8	81,5	81,5		
Kirk Acoustics (nu Soniton)		91,2	76,1	94,0	94,0		
Kvinnet		235,3	133,0	108,4	108,4		
Legator Rør (nu Logstor)		136,2	121,7	100,8	100,8		
Louis Poulson El teknik		179,9	110,3	75,0	75,0		
Merlotone (nu Soniton)		132,1	224,1	447,2	447,2		
Nordic Info Group (RK) (nu Espion N/S)		116,0	81,6	62,6	62,6		
Novadan (nu ITW Novadan)		100,5	144,7	171,2	171,2		
Nycomed Danmark		54,8	66,8	60,5	60,5		
Nycomed Pharma		43,3	92,8	69,4	69,4		
Rational Vinduer		131,2	100,1	91,8	91,8		
Sabroe Refrigeration als, fusion med sabroe holding als, ændres 1999 til York Refrigeration A/S		140,0	137,1	110,8	110,8		
Stuers Scientific Product Group		371,9	512,9	172,2	172,2		
Time System International		311,7	232,1	213,4	213,4		
Thyssen Textile Group - her ses på uindregende vrk. A/S S Thysen		41,2	51,9	100,1	100,1		
Time System International		125,9	101,9	115,4	115,4		
VariantSystem (nu Rekaat Handling Group)		105,0	131,0	130,0	130,0		
Vest-Wood							

BILAG 9 – T-TESTS MED SOLIDITETSGRADEN

SG - Soliditetsgrad			
Portefølgeselskab	Året for køb	Gennemsnit over ejerskabsperioden	3. ejerskabsår
Aalborg Industries	31,9	45,4	51,3
Aston IT Group	37,7	-6,8	39,1
Blicher	55,7	42,5	49,0
Cortex	68,1	37,4	25,2
Danfoss Marine Systems (nu Dancoos)	60,8	61,9	71,6
Dansk Droge	42,6	35,5	30,2
Dansk Frøset Rotasjon (nu GraphX)	19,2	32,3	21,7
Danske Indtæls-handel (nu DT Group)	57,7	35,3	23,6
EET Danmark als	58,2	20,0	18,3
Everton Schmidt	48,9	1,0	1,2
Føvling - 2002 regnskab medtages ikke, da det kun viser et halvt år	15,3	13,2	15,5
Glud & Marstrand	36,0	42,0	43,7
Gram Commercial	37,5	47,2	47,8
Isopul	50,7	33,5	33,8
IHL	30,7	33,5	39,9
Kirk Acoustics (nu Sonion)	42,6	-4,3	-20,4
Kvintet	65,1	25,1	15,1
Lindplast	29,6	29,4	32,6
Logister Rør (nu Logstor)	14,9	15,5	9,7
Louis Poulsen Elektronik	51,1	20,3	6,0
Microtronic (nu Sonion)	24,5	46,7	50,9
Monartex	43,4	10,1	9,7
Nettest	68,2	32,5	99,7
Nordic Info Group (RKI) (nu Experian AIS)	7,9	22,6	21,3
Novadan (nu ITW Novasan)	24,2	40,3	38,2
Nycomed Danmark	43,2	39,6	25,1
Nycomed Pharma	52,3	36,8	38,1
Rational Vinduer	38,4	26,3	31,9
Sabroe Refrigeration als; fusion med sabroe holding als i 1997 til Sabroe Refrigeration als, ændres 1999 til York Refrigeration ApS	55,9	39,0	32,5
Stiens (Scientific Product Group)	18,1	46,3	30,8
Thygesen Textile Group - her ses på underliggende virk. A/S S Thygasen	71,8	67,0	70,0
Time System International	11,6	-49,1	-8,6
Tvillum Scanbrink - Tvillum Møbelfabrik A/S er anvendt, da det er underliggende virksomhed i koncernen	41,3	34,7	35,0
Vantastylem (nu Bekant Farnling Group)	26,6	16,9	24,6
Vest-Wood	21,4	35,6	34,8

Selskaber taget ud, pga manglende data:

Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)

Microtronic (blev stiftet 1992, derfor intet regnskab fra 1991/ tidligere ejer)

Novasol (nu Novasol Dansommer)

t-test: Paired Two Sample for Means

	SG året før køb	SG gns ejerskab
Mean	40,06622354	28,74248729
Variance	311,942843	447,4335187
Observations	35	35
Pearson Correlation	0,333416612	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	34	
t Stat	2,973587802	
P(T<=t) one-tail	0,002689951	
t Critical one-tail	1,690924158	
P(T<=t) two-tail	0,005379982	
t Critical two-tail	2,032244458	

t-test: Paired Two Sample for Means

	SG året før køb	3. ejerskabsår
Mean	40,06622354	31,11100952
Variance	311,942843	511,523614
Observations	35	35
Pearson Correlation	0,3338044	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	34	
t Stat	2,252094162	
P(T<=t) one-tail	0,015442993	
t Critical one-tail	1,690924158	
P(T<=t) two-tail	0,030885986	
t Critical two-tail	2,032244458	

BILAG 10 – T-TESTS MED GEARINGSFORHØDET

F/E - Gearingforhold			F/E - Gearingforhold		
Portefølgeselskab	Året for køb	Gennemsnit over ejerårsperioden	3. ejerårsår		
Aalborg Industries	2,00	1,15	0,80		
Aston I Group	1,55	37,54	1,50		
Blücher	0,72	1,52	1,03		
Coninx	0,43	2,02	2,18		
Danfoco Marine Systems (nu Danisco)	0,61	0,60	0,35		
Dansk Droge	1,44	1,97	2,22		
Dansk Hastier Rotation (nu Graphix)	4,00	1,99	3,35		
Danske Trelasthandl (nu DT Group)	0,71	2,14	3,24		
EET Danmark as	0,71	5,92	4,45		
Eertion Schmidt	1,04	27,13	64,62		
Faxing - 2002 regnskabsmedtages ikke, da det kun viser et halvt år	5,27	6,62	5,33		
Glud & Marstrand	1,49	1,18	1,10		
Gran Commercial	1,80	1,00	0,94		
Hopal	0,00	2,76	1,93		
Itit	0,25	1,15	0,80		
Kirk Acoustics (nu Schion)	1,25	3,16	-5,90		
Kwintet	0,47	3,78	5,31		
Lindblat	2,20	2,33	1,93		
Logster Rør (nu Logstor)	5,65	6,58	9,25		
Louis Poulsen Elektronik	0,87	7,38	15,05		
Microtronic (nu Sonon)	3,75	1,64	0,94		
Monarflex	1,24	2,71	8,27		
Netles	0,43	-0,05	0,00		
Nordic Info Group (RKK) (nu Expan A/S)	6,94	3,31	3,39		
Novadan (nu ITW Novasan)	2,99	1,60	1,54		
Nycomed Danmark	1,26	2,05	2,95		
Nycomed Pharma	0,78	1,08	1,55		
Rational Yndler	1,44	3,36	2,05		
Sabroe Refrigeration als; fusion med sabroe holding als i 1997 til Sabroe Refrigeration ApS	0,75	1,50	1,63		
Shuus (Scientific Product Group)	4,54	1,92	2,23		
Thygesen Textil Group - har ses på underliggende virk. A/S Thygesen	0,93	0,46	0,35		
Time System International	7,46	-71,55	-12,60		
Tilum-Scanbirk - (i vium Møbelart AS er anvendt, da der er underliggende virksomhed i koncernen)	1,23	1,74	1,72		
VariantSystem (nu Belcaart Handling Group)	2,51	2,38	2,83		
VestWood	3,44	1,68	1,75		

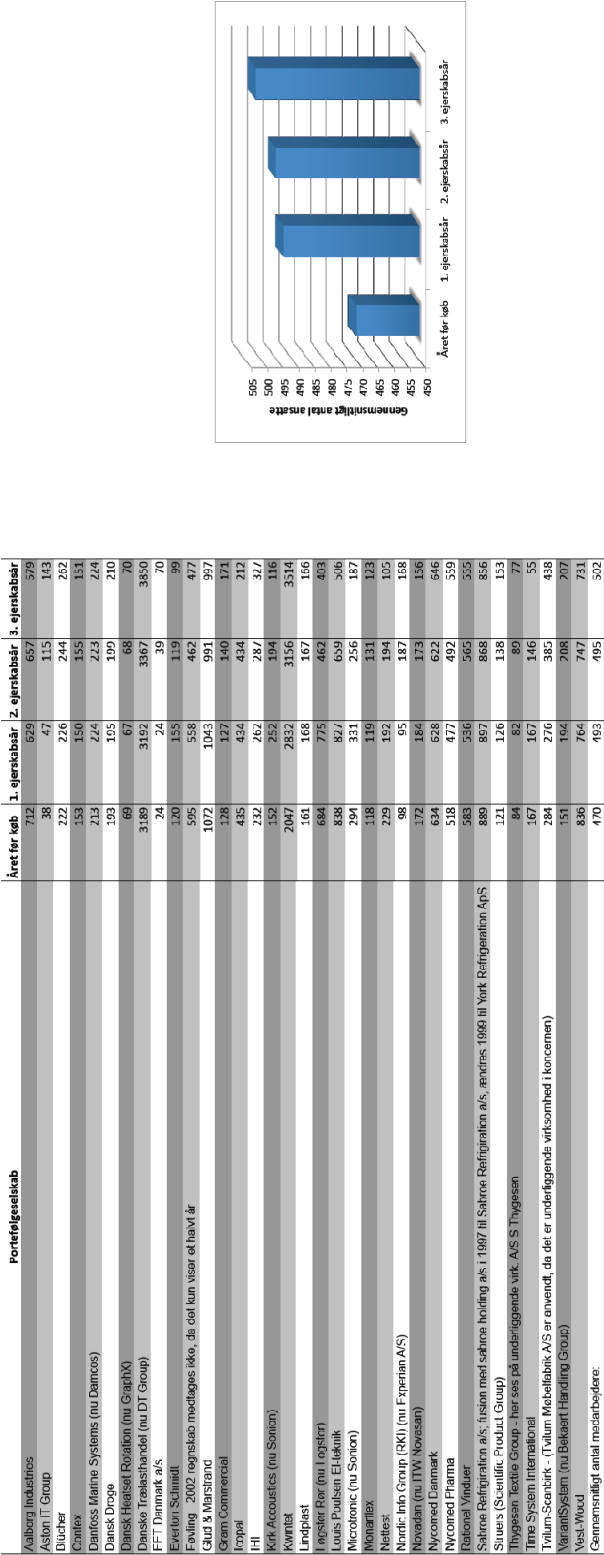
Selskaber taget ud, pga manglende data:
 Louis Poulsen Lighting (De to første regnskabsår medtages ikke, da de ikke kan sammenlignes med de efterfølgende perioder)
 Microtronic (blav stifter 1997, derfor ikke regnskabsår fra 1997 i tidligere ejer)
 Novasol (nu Novasol Dansommer)

BILAG 11 – KORRELATIONSMATRIX

	AG - Afkastindsatsud			OG - Overskudsud			ACH - Aktivitetsomsættelsesud		
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
AG - Afkastindsatsud	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
AG - Afkastindsatsud	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
OG - Overskudsud	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
ACH - Aktivitetsomsættelsesud	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
SG - Soliditetsgrad	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
LG - Likviditetsgrad	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
F/E - Gearingsforhold	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår
OPM - Omsætning pr. medarbejder	1	1	1						
	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår	Aret for køb	Gennemsnit over ejerskabsperiode	3. ejerskabsår

158

BILAG 12 – ÆNDRING I ANTAL ANSATTE



Louis Poulsen Lighting (ikke medtaget grundet manglende oplysninger de to første år)
Microtronic (ikke medtaget grundet manglende oplysninger for året før køb)
Novasol (nu Novasol Dansommer) (ikke medtaget grundet manglende oplysninger i tredje ejerskabår)

BILAG 13 – ÆNDRING I PRIMÆRT RESULTAT OG AKTIVER

Ændringen i hhv. primært resultat og aktiver fra året før køb til 1 år efter køb.

	Primært resultat tkr	Aktiver tkr
Året før køb	1518919	28543351
1. ejerskabsår	1375390	32726745
Ændring før køb til 1. ejerskabsår	-9%	15%

Ikke med i beregning:
Louis Poulsen Lighting
Microtronic