

Cand. Merc. Finansiering og Regnskab (FIR)
Institut for Finansiering
Kandidatafhandling
Copenhagen Business School 2011

Operationel værdiskabelse

- Kapitalfondens effekt på den operationelle værdiskabelse i danske buyouts 1995-2005

(Operational value creation – PE-funds effect on operational value creation in Danish buyouts in the period 1995-2005)

Forfatter:

Jacob Kofoed

Vejleder :

Palle Nierhoff

Normalsider: 79,72

Satsenheder: 181367

(163767+ 22 figurer af 800 tegn)

Afleveret:

20 december 2011

Executive Summary

The main purpose with this paper is to find and examine the theoretical and empirical reasons for why and if buyout funds are able to create operating performance, which outperforms the more traditionally led companies in the period 1995-2005.

The theoretical part of this paper, examines the buyouts from an agency point of view. In theory there should be evidence that states that due to the change in corporate governance and incentive structures, a company that has experienced a buyout will perform better than it used to.

These improvements are caused by the frequent use of managerial incentives, high use of debt and a very active ownership.

To back up the conclusions found in the theory, an empirical study of 39 Danish companies have been conducted. Through an accounting analysis point of view, the operating development and performance, pre-buyout vs. post-buyout, is analyzed.

In difference from prior international studies, this paper shows that the buyout funds have not been able to increase profitability or efficiency more than companies in their peer group. This paper also shows that a lot of the companies are more focused on growth rather than on reductions and efficiency.

This could be because the buyout funds are more focused on creating a company that will be a strong player on the market in the future.

In summary the Danish buyout market shows no empirical evidence to support the theoretical conclusions of that the buyout funds and their organizational form is superior to more traditional organizational form. Possible because that firms are led more professional today, which makes it more difficult for a PE-fund to find a company with operational possibilities.

Indhold

1. INDLEDNING	8
2. PROBLEMOMRÅDE	11
2.1 PROBLEMFORMULERING.....	14
2.2 METODE.....	15
2.2.1 Struktur	16
2.2.2 Afgrænsning	18
3. PRIVATE EQUITY OG BUYOUT	19
3.1.1 Venture kapital:	21
3.1.2 Buyout kapital:.....	22
3.2 LEVERAGED BUYOUT.....	23
3.3 UDVIKLINGEN FOR BUYOUTS.....	23
3.3.1 Buyout markedet i Europa.....	25
3.3.2 Buyouts i Danmark.....	26
3.4 NYT PRES PÅ KAPITALFONDE.....	29
3.5 ORGANISERING OG ARBEJDSPROCESSER I EN KAPITALFOND.....	30
3.5.1 Buyout-processen.....	31
3.5.2 Buyouts.....	35
3.5.3 Finansieringsstruktur	36
3.5.4 Industrielle og finansielle kompetencer og netværk.....	37
3.5.5 Buyout-kulturen.....	38
3.6 DELKONKLUSION.....	39
4. TEORI.....	40
4.1 PRINCIPAL-AGENTPROBLEMATIKKEN I BUYOUTS	40
4.1.1 Frynsegoder.....	42
4.1.2 Ledelsen som medejere.....	44
4.1.3 Kapitalfondens aktive ejerskab.....	45
4.1.4 Større andel af gæld.....	46
4.2 EN BUYOUT-KANDIDAT SET UD FRA ET AGENTTEORETISK PERSPEKTIV.....	49
4.2.1 De typiske branchekarakteristika.....	49
4.2.2 Frie cash flows.....	50
4.2.3 Krav om lave niveauer til forskning og udvikling.....	50
4.3 EJERSKABSFORMER.....	50
4.3.1 Spredt ejerskab.....	51
4.3.2 Koncentreret ejerskab.....	51
4.4 DELKONKLUSION.....	52
5. EMPIRISK UNDERSØGELSE	55
5.1 METODE.....	55
5.2 TIDLIGERE INTERNATIONALE OG NATIONALE UNDERSØGELSER	56
5.2.1 <i>The effects of management buyouts on operating performance and value. (Kaplan 1989a)</i> 56	
5.2.2 <i>Corporate ownership, structure and performance (Smith 1990).....</i>	58
5.2.3 <i>Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989 (Opler 1993).....</i>	59
5.3 DANSKE UNDERSØGELSER	59

5.3.1	Kapitalfonde i Danmark (Økonomi- og Erhvervsministeriet 2006)	60
5.3.2	En analyse af buyout-ejerskabets evne til at skabe operationelle forbedringer: Herunder empirisk regnskabsanalyse af danske buyouts foretaget i episoden 1994 – 2002 (Brønnum-Schou og Lauridsen 2004)	60
5.4	UNDERSØGELSESGRUPPE OG BENCHMARKGRUPPE	61
5.4.1	Undersøgelsesgruppe	61
5.4.2	Benchmarkgruppe	63
5.5	WILCOXON SIGNED-RANK TEST OG MANN-WHITNEY	64
5.5.1	Beregning af test størrelsen	65
5.6	HYPOTESE	65
5.7	ANALYSEMÅL	66
5.7.1	Regnskabsmål	66
5.7.2	Cash flow mål	67
5.7.3	Andre forhold	67
5.7.4	Nøgletal	67
5.7.5	Metode til beregning af vækst i de kapitalfondsejede virksomheder	69
5.8	TIDSSERIE- OG TVÆRSNITSANALYSE	70
5.9	RESULTATER	70
5.9.1	Omsætningens udvikling	73
5.9.2	Driftsinvesteringernes udvikling	74
5.9.3	Det operationelle cash flows udvikling	75
5.9.4	Omsætningshastigheden for arbejdskapitalens udvikling	76
5.9.5	Driftsindkomstens udvikling	78
5.10	DELKONKLUSION	79
5.11	OPDELING AF UNDERSØGELSESGRUPPEN	80
5.11.1	Spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab	81
5.11.2	Den bedste halvdel vs. den dårligste	86
5.12	VALIDITET	89
5.13	DELKONKLUSION	90
6.	KONKLUSION	92
7.	PERSPEKTIVERING	96
8.	LITTERATURLISTE:	98
8.1	AKADEMISKE ARTIKLER	98
8.2	BØGER	102
8.3	HOVEDOPGAVER	103
8.4	RAPPORTER	103
8.5	KAPITALFONDES HJEMMESIDER	103
8.6	ANDRE HJEMMESIDER	104
8.7	DATABASER	104
9.	BILAG	106
9.1	BILAG 1 – VIRKSOMHEDER I UNDERSØGELSESGRUPPEN	106
9.2	BILAG 2 – VIRKSOMHEDER I BENCHMARKGRUPPEN	107

Figuroversigt

<i>Figur 1- Specialets struktur - Kilde: Egen tilvirkning</i>	17
<i>Figur 2 - Private equity kapital i forskellige faser - Kilde: Vækstfonden (2006)</i>	20
<i>Figur 3 – Udviklingen i buyouts i Kontintal Europa - Kilde CMBOR & EVCA</i>	25
<i>Figur 4 - Kilder til værdiskabelse - Kilde: Jin & Wang (2002)</i>	26
<i>Figur 5 - Antal opkøb og exits foretaget af kapitalfonde i Danmark 1992-2010</i>	27
<i>Figur 6 – Buyout-selskaber i Danmark - Kilde: Vækstfonden (2006)</i>	28
<i>Figur 7 - Antal kapitalfondsopkøb af danske virksomheder - Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet</i>	28
<i>Figur 8 - Renteudviklingen på 10-årige statsobligationer - Kilde: Danmarks Statistik</i>	29
<i>Figur 9 - Buyout-processen - Kilde: Egen tilvirkning</i>	31
<i>Figur 10 - Kapitalstruktur i buyouts – Kilde: Undervisningsnoter fra Investment Management, CBS</i>	36
<i>Figur 11 - Kendetegn for en god buyout kandidat – Kilde: Egen tilvirkning</i>	53
<i>Figur 12– Fordelingen af brancher i undersøgelsesgruppen</i>	71
<i>Figur 13 – Gælds niveauet før og efter et buyout</i>	72
<i>Figur 14 - Antal kapitalfondsopkøb af danske virksomheder. Kilde: Egen tilvirkning</i>	72

Tabeloversigt

<i>Tabel 1 – Mulige grunde for værdiskabelse</i>	11
<i>Tabel 2 - Anvendte regnskabsmål i undersøgelsen</i>	69
<i>Tabel 3– Omsætningens udvikling</i>	73
<i>Tabel 4– Driftsinvesteringernes udvikling</i>	74
<i>Tabel 5 – Det operationelle cash flows udvikling</i>	75
<i>Tabel 6 - Udvikling i arbejdskapitalens omsætningshastighed</i>	77
<i>Tabel 7 – Driftsindkomstens udvikling</i>	79
<i>Tabel 8 Resultater for spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab</i>	81
<i>Tabel 9 Resultater for den bedste halvdel vs. den dårligste halvdel</i>	86

1. Indledning

Fra begyndelsen af 1980'erne har der, specielt i USA, været fokus på kapitalfonde, og deres, for tiden, ny ejerskabsform. Dette var bl.a. et resultat af at kapitalfondsmodellen blev proklameret til at være overlegen i forhold til andre ejerskabsformer, såsom det børsnoterede eller familieejede selskab. Begrundelsen for dette var at der er færre omkostninger ved et kapitalfondsejerskab.

De seneste par år har interessen for kapitalfonde spredt sig til Danmark, netop efter at der er foretaget store opkøb af danske virksomheder. Kapitalfonde er dermed ved at indtage en større rolle i dansk erhvervsliv. Det vurderes, at omkring 80 danske virksomheder – heraf nogle af landets største arbejdspladser, her kan bl.a. nævnes TDC, ISS og Nycomed – i dag er ejet af kapitalfonde, og disse virksomheder beskæftiger skønsmæssig 4 procent af de privatansatte.

Siden slutningen af 1990'erne har de kapitalfonde, som har investeringsafdeling i Danmark, mere end tredoblet den kapital, de har under forvaltning, til over 15 mia. kr. i 2005. Hertil kommer den anselige kapital, som udenlandske kapitalfonde uden afdeling i Danmark råder over. Kapitalfondene er dermed blevet en betydelig aktør på det danske kapitalmarked i de senere år og har blandt andet stået for nogle af de markante afnoteringer af selskaber fra fondsbørsen.¹ I perioden 2005-2007 kom der et boom af opkøb. I perioden blev hele 94 selskaber overtaget. Dette er flere, end der blev opkøbt i Danmark i hele perioden fra 1991-2004. I Danmark er Scandinavian Private Equity A/S (SPEAS) som den første blevet introduceret på børsen.²

Fra politikere og medier blev der især lagt vægt på de tilsyneladende store negative aspekter, som kapitalfondsejerskabet medførte: færre skattebetalinger, massefyringer, for høj gæld og kortsigtet og bundlinjedrevet fokus. Disse punkter har alle sammen været kritikpunkter for kapitalfondsmodellen.

¹ Kilde: Thomson Financial

² <http://www.speas.dk/?id=1>

Normen i Danmark har været at investeringer i kapitalfonde har været begrænset til investorer med en meget stor kapital. Der har dog i den seneste tid været en stor opmærksomhed på "funds-of-funds", hvor en bred kreds af mindre investorer kan investere i kapitalfonde.

Som konsekvens af samfundets øgede interesse for kapitalfonde, udgav Økonomi- og Erhvervsministeriet i november 2006 en omfattende rapport om kapitalfonde i Danmark. Rapporten havde til formål at deltage i debatten og er et forsøg på at afklare, hvilke samfundsmæssige konsekvenser kapitalfondene medfører. Netop i forlængelse af Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport er det interessant at se på hvorfor kapitalfonde som aktive ejere, skulle være i stand til at forbedre danske virksomheder, og om de rent faktisk har berettigelse som en midlertidig ejer, der kan effektivisere virksomheder og sikre virksomhedens fremtidige konkurrencedygtighed blandt andet gennem fokusering af forretningsområder.

I årene op til 2001 havde der været et "gold-rush" i verden grundet mange Dot com virksomheder. Dette betød at markederne var inde i en højkonjunktur i årene op til 2001. Dette sluttede dog brat i årene 2000-2001 hvor Dot com krisen blev en realitet. Den økonomiske optimisme, som var knyttet til nettets kommercielle muligheder, fik en brat afslutning i 2000-2001, hvor luften gik ud af det amerikanske it-marked. Aktiekurserne, der for it-branchen havde vist ufattelig vækst, styrteddykkede. Tilsyneladende succesrige firmaer bukkede dramatisk under og utallige investorer, entreprenører og medarbejdere, som en uge før krakket havde været millionærer på papiret, kunne konstatere, at deres aktier ikke var mere værd end det papir, de var udstedt på. Den økonomiske krisestemning blev ligeledes underbygget af terrorangrebet 11. september 2001 og førte til yderligere økonomisk afmatning.

Den igangværende krise får en til at tænke tilbage på denne Dot com krise. Mange af de bagved liggende faktorer er ganske ens. Hvordan kom virksomhederne ud af Dot com krisen? Kom de kapitalfondsejede virksomheder bedre ud af krisen end de mere traditionelt drevne virksomheder? Og kan man ved at kigge på resultatet af Dot com krisen,

drage paralleller til den igangværende krise og spå om de kapitalfondsejede virksomheders fremtid og økonomiske formåen?

2. Problemområde

Kommer kapitalfonde bedre ud af en økonomisk krise end mere traditionelt drevne virksomheder?

Kapitalfondens hovedformål er at skabe så meget værdi og så højt et afkast som muligt til ejerne og afkastet skal naturligvis være højere end den risikofri rente.

Kapitalfondens strategi er at opkøbe en virksomhed, skabe ekstra værdi indenfor en begrænset periode og derefter sælge virksomheden igen til en pris højere end den oprindelige købspris. Værditilvæksten ved et buyout fremkommer af forskellige årsager. Nedenfor er listet nogle mulige grunde for værdiskabelse:

Tabel 1 – Mulige grunde for værdiskabelse

Key-word:	Forklaring:
Arbitrage	Identifikation af en undervurderet virksomhed – restrukturer den – sælg til en højere pris
Økonomiske omgivelser	Makroøkonomiske bevægelser som påvirker markedet
Synergi effekter	Værdiskabelse gennem en synergieffekt ved f.eks. sammenlægning af virksomheder eller gennem deling af viden virksomhederne i mellem
Tilfældige effekter	Tilfældige værdiskabelser, skabt af tilfældige faktorer, som ligger uden for ledelsens påvirkning
Skift i kapitalstruktur	Værditilvækst gennem restrukturering af kapitalstrukturen. F.eks. en højere gearing
Operationelle forbedringer	Værdiskabelse ved operationelle forbedringer, opnået ved at rekonstruere den operationelle opsætning i virksomheden eller tilføjelse af nye kompetencer. De operationelle forbedringer vil ligeledes være et udslag af ændringerne i ledelsen og ejerforholdet

Som vist i tabel 1 kan værdiskabelsen ske pga. arbitrage. Arbitrage mulighederne vil komme som et resultat af et ikke effektivt marked, hvor prisen for en virksomhed ikke stemmer overens med de fremtidige cash flows. Som tidligere beskrevet vil formålet være at opkøbe en undervurderet virksomhed for derefter at restrukturere den og derefter sælge virksomheden igen til en højere pris. Grundlæggende er dette hele essensen ved et leveraged buyout. Der kan dog argumenteres for at denne mulighed for arbitrage stammer fra de økonomiske omgivelser og ikke fra ejerskabsforholdet.

De økonomiske omgivelser har en stor betydning for virksomheden og dens værdiskabelse. Under en højkonjunktur vil både virksomhedens værdi og dens foretagende være kraftigt påvirket. Dette vil dog skyldes den generelle positive udvikling og det kan ikke direkte skyldes et kapitalfondsejerskab.

En kapitalfond ejer ofte flere forskellige virksomheder. Når en fond derfor opkøber en ny virksomhed, vil to eller flere af disse virksomheder nogle gange blive slået sammen. Dette vil kunne skabe visse synergieffekter. Dette kunne f.eks. være et fald i de faste omkostninger, en stærkere position på markedet osv. Denne sammenlægningsstrategi skal dog ses som en traditionel strategi og vil ikke være kendetegnet ved et buyout.

De tilfældige effekter som kan være med til at skabe værdi, kan være et utal af muligheder. Det vil være effekter som ledelsen ikke har direkte indflydelse på. Det kan være uforklarligt positive stemninger overfor virksomheden, det kan være virksomhedens omdømme som pludseligt står bedre i forhold til konkurrenterne osv. Fælles for disse udefinerbare effekter er at de ikke er en del af en virksomheds forretningsstrategi. Disse effekter kan altså ikke tilskrives et buyout.

Modigliani og Miller hævdede at "the market value of any firm is independent of its capital structur"³. Denne teori er muligvis sand i et perfekt marked, men i virkeligheden er der skatter, omkostninger ved konkurs og omkostninger ved financial distress. Som CFO er man

³ Bradley & Meyers 2005

nødt til at overveje fordelene ved høje skattefradrag og skatteskjold vs. omkostningerne ved financial distress.

Buyouts er kendetegnet ved at have en høj gearing. Den høje gearing vil være en mulighed for alle virksomheder, men vil være mest udbredt blandt kapitalfonde. En evt. værditilvækst kan dog ikke udelukkende tilskrives en højere gearing.

De operationelle forbedringer og værditilvæksten herved, sker ved at man restrukturerer virksomheden. Dette kan f.eks. være ved at reducere omkostningerne, effektiviserer og ændrer organisationen, herunder ledelsen. Mange af de operationelle forbedringer skyldes ofte at man tilføjer ny ekspertise, kompetencer, ny ledelse osv.

Operationelle forbedringer er en essentiel del for en virksomhed, da det vil være med til at øge profitten og derved øger berettigelsen af virksomheden.

Den skabte værdi vil til dels vær mulig at kontrollere og vil direkte kunne føres tilbage til ledelsen og dennes performance. Det kan derfor antages, at da den skabte værditilvækst direkte kan føres tilbage til ledelsens performance, og ledelsen er ansat af ejerne, som har et aktivt ejerskab, vil det derfor være rimeligt at tilskrive de operationelle forbedringer til et buyout.

Da det hele tiden bliver vanskeligere skabe værdi gennem arbitrage, da markederne hele tiden bliver mere og mere effektive vil den øgede konkurrence give mindre mulighed for at opkøbe buyout-kandidater billigt, og man ikke kan være afhængig af konjunkturerne, vil det derfor være under de operationelle forbedringer at der virkeligt kan skabes ekstra værdi. Det er derfor denne del af værdiskabelse, der er det mest interessante at kigge på. Hvis det er på dette område at kapitalfonde er overlegne i forhold til "almindelige" virksomheder, vil det derfor være interessant at kigge på om kapitalfondene også lever op til den øgede værdiskabelse eller om det kun er i teorien det virker.

2.1 Problemformulering

På baggrund af problematiseringen har det været muligt at opstille to overordnede problemstillinger:

- *Hvilke teoretiske forklaringer ligger der til grund for at kapitalfondsejede virksomheder skulle kunne skabe operationelle forbedringer og derved outperforme traditionelt drevne virksomheder?*
- *Har kapitalfondsejede virksomheder i Danmark været i stand til at skabe værdi gennem operationelle forbedringer i perioden 1995-2005?*

For at kunne besvare disse to problemstillinger, vil det være nødvendigt at besvare nogle underspørgsmål ang. de grundlæggende forhold omkring et buyout. Disse er f.eks.:

- Hvilke karakteristika er der ved private equity, buyout og kapitalfondsejerskab?

Derefter vil det være vigtigt at få identificeret, undersøgt og gennemgået de indirekte årsager til eventuelle operationelle forbedringer. Disse indirekte forbedringer, f.eks. forbedret corporate governance, vil ikke nødvendigvis være til at se direkte i virksomhedernes regnskaber.

For at besvare den sidste problemstilling vil der i opgaven blive foretaget en empirisk undersøgelse af det danske buyout marked. Meningen med dette er at få belyst om hvorvidt kapitalfondene har været i stand til at skabe operationelle forbedringer. Der vil bl.a. blive lagt vægt på om:

- der er empirisk belæg for at kapitalfondene har skabt værdi i sine porteføljeselskaber?
- der er empiriske belæg for at kapitalfondsejede virksomheder der har undergået et buyout har outperformet markedet?

- der er empirisk belæg for at væksten i danske kapitalfondsejede virksomheder, skyldes det særlige karakteristika (herunder operationelle forbedringer) der er ved et buyout?

Ved netop at lave en empirisk analyse som dækker fra 1995 til og med 2005, får man en periode hvori der indgår en økonomisk opsvingsperiode, et krak (Dot-com krisen) og et begyndende opsving. Dette kan relateres til at vi netop har haft en økonomisk god periode, hvor vi nu befinder os i "finans-krisen" og venter på bedre tider. Derfor vil denne opgave være relevant i forhold til at spå om hvordan de kapitalfondsejede virksomheder vil klare sig igennem krisen og i det næste økonomiske opsving.

2.2 Metode

Opgaven vil være delt ind i 4 dele.

- Den første del vil være den beskrivende del, hvor begrebet private equity vil blive gennemgået og hvor markedet for kapitalfonde og buyouts vil blive gennemgået
- Den anden del vil være den teoretiske del hvor de teoretiske begrundelser for en evt. operationel forbedring skal findes. Det er i denne del hvor det vil blive identificeret hvorledes en kapitalfond kan skabe værdi efter et buyout. I den anden del vil der specielt blive lagt vægt på det principal-agent teoretiske problem, der vil ligeledes være fokus på ejerskabsforhold og der vil være lagt vægt på teorier som skal findes inden for corporate governance. Denne del vil ligeledes være præget af resultater fra tidligere empiriske undersøgelser.
- Den tredje del vil være den analyserende del og den empiriske del. Det er i denne del hvor opgavens egen empiri vil blive udført, gennemgået, og forklaret. Der vil være en gennemgang af undersøgelsens opbygning og hvilke data der ligger til grund for resultatet. Der vil ligeledes være en forklaring af nogle definitioner, hvilke regnskabsmål der er lagt vægt på og hvilken statistisk fremgangsmåde der er brugt.
- Den fjerde og sidste del vil være den konkluderende del. Der vil igennem hele opgaven være del-konklusioner på de diskuterende dele, men i den fjerde del vil der

være en opsamling på de fund og konklusioner der er gjort i løbet af opgaven. Der er også i denne del, at opgavens problemformulering vil blive forsøgt besvaret. For at runde opgaven af, vil der i denne sidste del også indgå en perspektiverende del. Denne vil tage hul på evt. nye spørgsmål som kunne være fremkommet under opgavens tilblivelse.

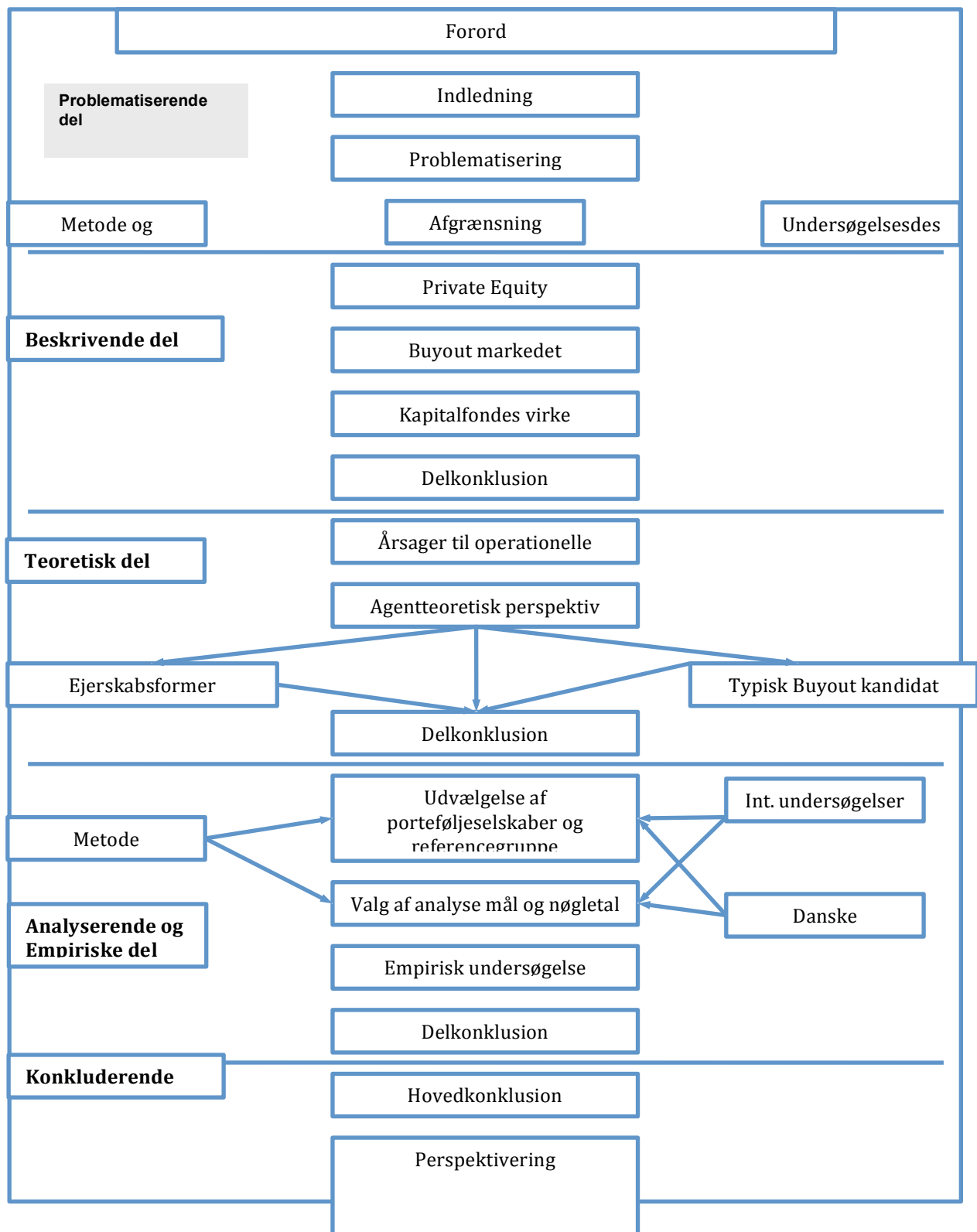
Arbejdsmetoden har foregået som en læringsproces, hvor der hele tiden er kommet mere og mere viden til. Dette har betydet at opgaven ikke er kommet til gennem en lineær arbejdsgang, men nærmere gennem en læringsproces, hvor der derved har været arbejdet med flere emner af opgaven samtidigt.

Al den data som skal bruges i den empiriske undersøgelse er bearbejdet i Excel.

2.2.1 Struktur

Opgaven er udfærdiget og opbygget efter CBS's uofficielle guide til samfundsvidenskabelig videns produktion.⁴ Opgaven vil derfor bestå af en problematiserende, en beskrivende, en teoretisk, en analyserende, en empirisk og en konkluderende del. Af Figur 1 vil strukturen fremgå i en mere detaljeret udgave.

⁴ Den skinbarlige virkelighed af Ib Andersen, Samfundslitteratur 2002



Figur 1- Specialets struktur - Kilde: Egen tilvirkning

2.2.2 Afgrænsning

I opgaven vil det kun være danske virksomheder som vil blive undersøgt. Dette skyldes bl.a. de mange forskellige lovgivninger indenfor private equity i de respektive lande. Opgaven vil dog inddrage tidligere internationale undersøgelser. Dette skyldes bl.a. at de internationale undersøgelser har brugt et stort datagrundlag og at der ikke findes tilstrækkeligt med danske undersøgelser.

Opgavens hovedfokus vil ligge på den operationelle værdiskabelse. Derved kan andre eventuelle værdiskabelser i forbindelse med et buyout være mindre vægtet. F.eks. vil emner som finansiell arbitrage, som kunne forekomme under et buyout, være set bort fra.

Skattemæssige forhold vedrørende kapitalfonde og buyouts vil heller ikke blive berørt. De skattemæssige forhold meget komplekse og komplicerede, og er ikke interessante i forbindelse med den operationelle værdiskabelse.

I den empiriske analyse vil referencegruppen bestå af selskaber fra small- og midcap. Da mængden af data fra disse to kategorier er massiv, vil der ikke blive lavet korrektion af regnskaberne. Grundlæggende vil det være trenden for virksomhedernes udvikling der vil være relevant, og derfor ikke det specifikke tal. Derudover har mange af selskaberne i undersøgelsen skiftet regnskabspraksis, så de derved stemmer overens med IFRS/IAS. Dette har den betydning at porteføljeselskabernes regnskaber heller ikke er korrigeret. Dette skal dog ikke ses som et problem, da det stemmer godt over ens med ønsket om udviklingen i virksomhederne.

Der vil i opgaven ikke blive lagt fokus på årene efter 2005. Dette skyldes at det er perioden rundt om årene 2000-2001 som er de interessante. Det som krisen havde netop sit udspring i disse år, og det interessante for opgaven er at se om de kapitalfondsejede virksomheder er kommet bedre ud af krisen end de andre virksomheder og om der derved kan spås om fremtiden for de kapitalfonds ejede virksomheder

3. Private equity og Buyout

Private Equity (PE) refererer i bred forstand til alle investeringer i en virksomhed, hvor aktierne ikke er frit tilgængelige på et offentligt, organiseret børsmarked. Der er her tale om risikovillig kapital.

PE skal ses som en modsætning til investeringer i børsnoterede aktieselskaber, hvis aktiekapital vil være betegnet som public equity.

En PE-investering vil typisk være karakteriseret ved at være en transformationel og værdiskabende investering med en aktiv investeringsstrategi.

Disse stiller derfor høje krav til de respektive Private equity / kapital fonde. Dette betyder også at private equity fondene ofte vil være repræsenteret i porteføljeselskabets bestyrelse og ledelser og derved udøver en aktiv rolle i selskabets operationelle og finansielle driftsbeslutninger. Overordnet er Private equity fondene kendetegnet ved:

1. Aktivt ejerskab

Dette medfører en tættere kontakt mellem ejerne og ledelsen. Dette vil også betyde at der ofte vil ske store udskiftninger i porteføljeselskabets bestyrelse.

Dette tættere samarbejde vil resultere i øget fokus på strategien i porteføljeselskabet, da der vil være en løbende og tæt kontakt mellem bestyrelsen og den daglige ledelse.

2. Privat ejerskab

Dette betyder at når PE-fonden har overtaget porteføljeselskabet vil selskabet blive afnoteret fra børsen.

3. Høj gældsfinansiering

Opkøbene af porteføljevirkomhederne finansieres med en relativt høj gældsandel.

4. Incitamentsaflønning

Hvis ledelsen i det overtagne selskab bliver siddende, vil ledelsen ofte være nødt til at investere egne penge i virksomheden for at skabe incitamenter for en øget profit i selskabet.

5. Exit strategi

PE-fonden ejer porteføljevirkomheden i en begrænset periode - ofte 3-7 år

Investeringer i PE foregår enten via direkte investeringer i en kapitalfond eller via en investering i en fond af fonde. En fond af fonde udvælger selv, hvilke kapitalfonde der skal gives kapitaltilsagn til, som igen investerer i de underliggende porteføljevirkomheder. Dette har ofte den fordel at det er med til at minimere investors risiko. Der vil dog være forbundet visse omkostninger med dette. I Europa udgør fonde af fonde 18 pct. af det samlede kapitaltilsagn, mens de kun udgør tre pct. i Danmark.

Ser man på private equity kan man overordnet dele PE ind i to kategorier: Buyoutkapital og venturekapital. Disse to investeringer er karakteriseret ved at være delt ind i faser. Disse faser er illustreret i **Figur 2**.

KAPITAL	VENTUREKAPITAL			BUYOUTKAPITAL		
	START-			REPLACEMENT	BUYOUT	BRIDGE
FASE	SEED	UP	EXPANSION			

Figur 2 - Private equity kapital i forskellige faser - Kilde: Vækstfonden (2006)

3.1.1 Venture kapital:

Venture kapital er kapital der ofte bliver tilført til unge og hurtigt voksende selskaber, hvor der er potentiale til at selskabet kan blive en kommende "guldgrube" for PE-fonden.

Venture kapital kan deles ind i tre faser jf. Figur 2. De tre forskellige faser skal ikke ses som forstået som et livsforløb, men skal i stedet ses som faser hvor en kapitalfond kan starte sin investering.

De 3 faser der er tale om ang. venture kapital er: Fase 1 – seed, fase 2 – start-up og fase 3 – expansion.

- **Fase 1 - seed:** Seed fasen er den helt tidlige fase. En fase hvor der endnu ikke er udviklet et produkt eller udviklet en prototype som er klar til at gå i produktion. I seed fasen vil man tilføre kapital for at kunne undersøge, vurdere og udvikle et produkt eller et koncept. Seed fasen er en fase der egentlig ligger før at der er tale om en egentlig virksomhed.
- **Fase 2 – start up:** Her er udviklet en prototype og der vil være påbegyndt indledende produktion. I denne fase bliver tilført kapital til det nye produkt/koncept. Den tilførte kapital skal bruges til at markedsføre og produktudvikle. Det pågældende selskab er under opstart eller er relativt nystartet. Dog er man ikke påbegyndt den kommercielle markedsføring af produktet og man er endnu ikke begyndt at generere nogen form for operationel profit.
- **Fase 3 - Expansion fase:** De virksomheder som hører til i denne fase, vil være virksomheder som allerede genererer nok profit til at dække deres umiddelbare omkostninger. Ekspansionsfasen er karakteriseret ved tilførsel af venturekapital som er rettet mod vækst og ekspansion. Ofte vil den tilførte venturekapital blive brugt til at øge produktionskapaciteten, markeds- og produktudvikling samt til at øge arbejdskapitalen.

3.1.2 Buyout kapital:

Der findes flere forskellige eksempler på at allerede etablerede virksomheder kan få brug for at få tilført ny kapital. Dette kan være tilfældet selvom den pågældende virksomhed allerede har et positivt cash-flow. Det kan f.eks. ske ved et generationsskifte, hvor der er behov for ny kapital for at kunne erhverve den eksisterende ledelses ejerandele. Der kan også være behov for at få tilført kapital i forbindelse med et turn-around⁵ osv.

Som ved venture kapital, kan man også dele buyout kapital ind i 3 forskellige faser. De 3 forskellige faser beskriver som ved venture kapital ikke livsforløbet for investeringen, men beskriver de faser hvor en eventuel kapitalfond kunne ønske at investere.

Buyout kapital kan, jf. Figur 2, inddeles i følgende tre faser⁶:

- **Fase 1 – Replacement:** I denne fase bliver der tilført kapital for at købe en eller flere af de eksisterende investorers ejerandele. Dette vil oftest komme på tale når det drejer sig om at frigøre de virksomheder der var med i opstartsfasen. Dette kunne typisk være de selskaber som finansierede virksomheden med venture kapital.
- **Fase 2 - Buyout/buyin** fasen indeholder både kapital til at købe etablerede virksomheder, som den eksisterende ledelse skal bestyre, ligeledes indeholder den kapital til at købe den eksisterende ledelse ud af virksomheden for at indsætte en ny ledelse.
- **Fase 3 - bridge fasen:** I denne fase er der tale om en form for midlertidig finansiering. Der er tale om en kapitaltilførelse der dækker finansieringsbehovet frem til, at en ny kapitaltilførsel kan finde sted.
Denne kapitaltilførelse kan enten tilføres som egenkapital og/eller lånekapital, som skal tilbagebetales umiddelbart efter, at næste finansieringsrunde har fundet sted.

⁵ En situation, hvor udviklingen af selskabet skal vendes fra nedgang til fremgang

⁶ Kilde: Det danske marked for venturekapital og buyout (2006), Vækstfonden

Bridgefinansiering kan typisk komme på tale som finansiering af virksomheder lige inden en børsintroduktion.

Hvis en virksomhed ønsker at udskyde sin børsintroduktion, f.eks. for at forberede sig yderligere, vil bridgekapital være en mulighed, da man på den måde undgår at afgive yderligere ejerandele. Derefter vil den nye kapital blive brugt til at dække de løbende omkostninger, før virksomheden skal noteres på børsen⁷.

Ud fra problemformuleringen, vil der være fokus på buyouts og de operationelle forbedringer. Derfor vil der ikke yderligere være fokus på de tidlige faser (venturekapital) og der vil ligeledes heller ikke bære mere fokus på Replacement- og bridgefaserne.

3.2 Leveraged Buyout

En kapitalfond låner penge af investorer (limited partners) for at opkøbe, udvikle og sælge virksomheder. En kapitalfond bruger altså lånefinansierede penge, deraf navnet: leveraged buyout (LBO), til at investere i virksomheder på vegne af en række investorer.

Udover den kraftige gearing vil et LBO være kendetegnet ved at tagetvirksomheden bliver taget af børsen (afnoteret)⁸. Udover at afnotere selskabet fra børsen vil den siddende ledelse eller en ny ledelse som regel blive gjort til medejere af selskabet, dette betegnes som management Buyout (MBO) og Management Buyin (MBI).

I løbet af opgaven vil LBO og buyout blive brugt som en fællesbetegnelse for både MBO og MBI.

3.3 Udviklingen for buyouts

For bedst at kunne beskrive udviklingen i markedet for buyouts, skal man søge markedets rødder som stammer fra USA i 1980'erne. Fra USA spredte markedet sig til Europa i 1990'erne og derved også til Danmark.

⁷ Kilde: Det danske marked for venturekapital og buyout (2006), Vækstfonden

⁸ Brealey, Myers & Allen (2006), s. 909-910

I 1970'erne i USA var der i den amerikanske industri en stor ekstra kapacitet. Dog var ledelserne i USA dengang ikke klar på at udnytte den uudnyttede kapacitet. Først i begyndelsen af 1980'erne fandt kapital markedet et instrument der kunne reducere denne uudnyttede kapacitet i den amerikanske industri. Netop her kan nævnes LBO, fjendtlige overtagelser og tilbagekøb af egne aktier. Dette var med til at eliminere frie pengestrømme. Dette førte til en masse forskellige opkøb i bygendelsen af 1980'erne. Disse opkøb var ofte finansieret ved hjælp af gæld, og ikke ved hjælp af aktier eller kontanter. Den nye bevægelse gik i retning af "going private". En bevægelse hvor kapitalfonde, ofte sammen med den eksisterende ledelse, lånte for at købe de noterede selskaber og derefter afnotere dem fra børsen.

I 1980'erne var der i USA en meget høj inflation. Denne inflation bevirkede bl.a. et markant fald i q-ratioen⁹. Hvis q-ratioen er mindre end 1 vil dette betyde at et selskabs værdi er undervurderet. I 1981 var q-ratioen nede på 0,52¹⁰, hvilket betyder at en virksomhed altså kun vurderet til ca. det halve af hvad det ville koste at genanskaffe alle aktiverne.

Udover den høje inflation i USA, var der i 1980'erne også mange fjendtlige overtagelser¹¹. Dette ændrede sig dog i slutningen af 1980'erne, da det viste sig at mange buyouts gik konkurs. Dette skyldtes at mange fik problemer med at betale gælden der er forbundet med et LBO. Netop pga. dette blev der nu indført en regulering af markedet. Det blev bl.a. forbudt for banker at investere i "junk bonds" og udlån til LBO's. Der kom ligeledes begrænsninger på indskud i kapitalfonde. Derved forsvandt en stor del af finansieringsmulighederne for LBO'erne. I 1985¹² blev det desuden muligt for virksomheder at benytte "poison pills"¹³ og andre overtagelsesværn imod fjendtlige overtagelser.

Alle disse forhindringer betød nu at kapitalfondene havde hårde tider.

⁹ (q-ratio viser forholdet mellem markedsværdien af en virksomhed, og hvad det vil koste at genanskaffe aktiverne)

¹⁰ Weston, Mitchel og Mulherin (2001)

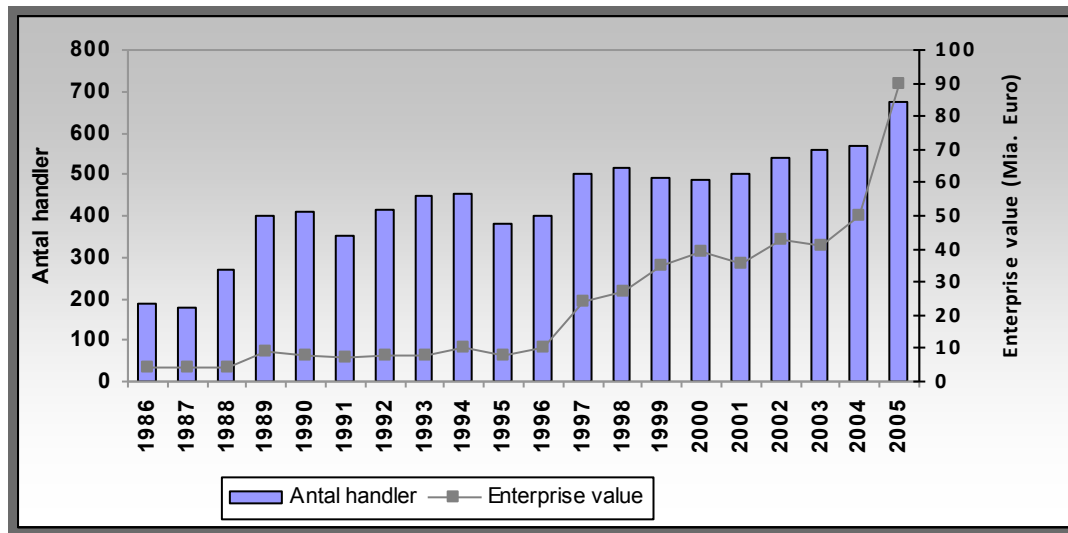
¹¹ en fjendtlig overtagelse er defineret som et opkøbsforsøg der ikke har samtykke og godkendelse fra den siddende ledelse i target-virksomheden

¹² <http://www.money-zine.com/Investing/Stocks/Poison-Pill-Defense/>

¹³ En vedtægtsbestemmelse, der giver eksisterende aktionærer ret til at købe nye aktier i selskabet til en favørkurs, hvis en ny aktionær opkøber en vis del af selskabet.

3.3.1 Buyout markedet i Europa

For Europas vedkommende var det først hen mod slutningen af 1980'erne at Europa kom med på bølgen. Som man kan se ud fra Figur 3 har tendensen for buyouts været støt stigende. Ligeledes har den samlede værdi af handlerne også været stigende.

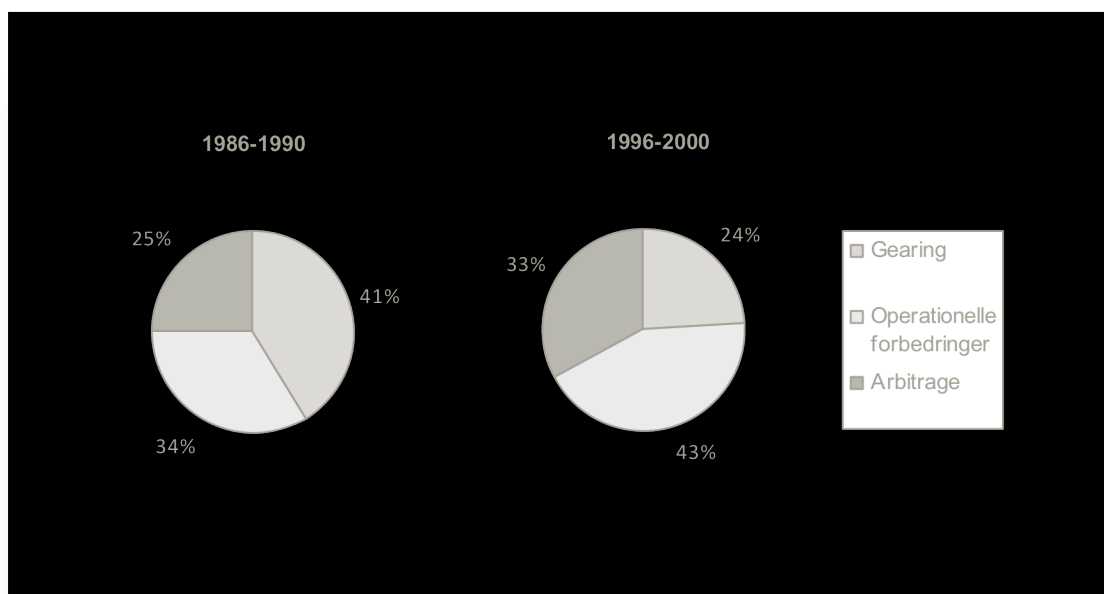


Figur 3 – Udviklingen i buyouts i Kontinental Europa - Kilde CMBOR & EVCA

Opkøbene i Europa var i 1980'erne forskellige fra opkøbene i USA, da fjendtlige opkøb var et ukendt fænomen. Opkøbene i Europa bestod af frivillige afståelser af divisioner og datterselskaber. I 1990'erne ændrede dette billede sig, da der kom øget fokus på shareholder value og corporate governance. Dette betød at mange virksomheder blev mere produktive, hvorved mange af buyout kandidaterne forsvandt.

Resultatet af flere villige investorer og færre opkøbskandidater, var en øget konkurrence på buyout markedet. Denne øgede konkurrence medførte en øget fokus på kilderne til værdiskabelse. I 1990'erne blev der lagt vægt på operationel værdiskabelse såsom omkostningsreducering.

Ud fra Figur 4 kan man se hvordan kapitalfondenes afkast blev skabt i slutningen af 1980'erne og 1990'erne.



Figur 4 - Kilder til værdiskabelse - Kilde: Jin & Wang (2002)

Man kan ud fra Figur 4 tydeligt se at der har været et stort skift fra et finansielt fokus i 1980'erne, til en øget fokus på operationelle forbedringer i 1990'erne.

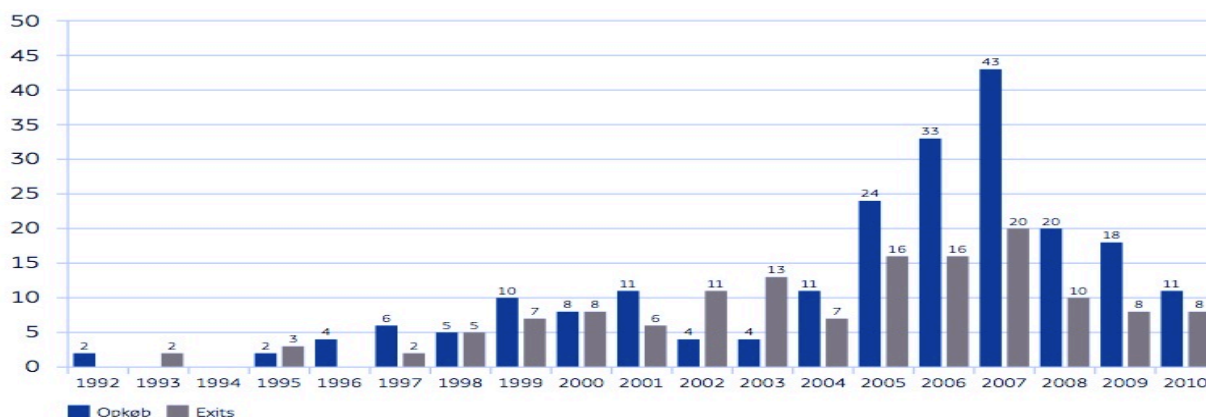
3.3.2 Buyouts i Danmark

I modsætning til det amerikanske og engelske marked, opstod det danske buyout-marked først relativt sent. I 1990 blev den første danske kapitalfond oprettet, Nordic Private Equity Partners. I modsætning til dette havde buyouts i USA sin storhedstid i 1980'erne. Ud over danske kapitalfonde, findes der også internationale selskaber på det danske kapitalmarked.

I oktober 2007 var der mindst 44 aktive kapitalfonde. Mange af disse kapitalfonde, er stiftet af danske institutionelle investorer som pensionsselskaber og lønmodtagerfonde.¹⁴ Danish

¹⁴ Ugebrevet A4
(http://www.ugebreveta4.dk/2007/41/Baggrundoganalyse/~media/UBA4/2007_41/44_kapitalfonde_i_Danmark.ashx)

Venture Capital and Private Equity Association (DVCA)¹⁵ har i 2011 27 kapitalfonde som medlemmer. Derudover har organisationen 13 venture fonde og en række associerede medlemmer.¹⁶



Figur 5 - Antal opkøb og exits foretaget af kapitalfonde i Danmark 1992-2010

Kilde: DVCA's årsskrift fra 2011.¹⁷

Figur 5 viser her den samlede aktivitet på det danske buyout-marked, målt ved antallet af buyouts foretaget af kapitalfondene. Man kan se at aktiviteten på det danske marked var langsomt stigende i 1990'erne. Fra årtusindeskiftet har udviklingen i buyouts for alvor taget fart. Som det fremgår ud fra Figur 5, kan man se at aktiviteten har været nedadgående de sidste år. I det første halvår af 2008 blev der kun foretaget 9 opkøb. Denne udvikling skyldes den igangværende finanskrisen.

Det ser ud som om at det danske buyout marked følger tendenserne på de offentlige børser. Derved kunne man antyde at markedet for buyouts følger den generelle økonomiske udvikling.

Ifølge vækstfonden er der 13 kapitalfonde med et særligt fokus på Danmark. Alle 13 har

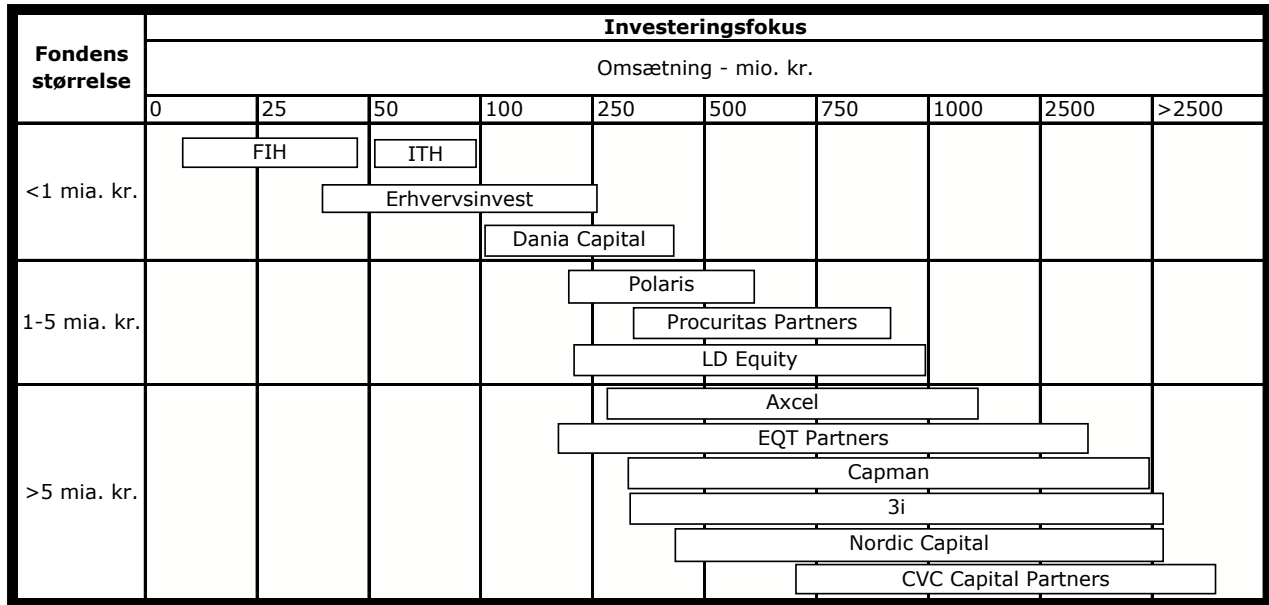
¹⁵ DVCA er en brancheorganisation for en bred vifte af investorer

¹⁶ DVCA (<http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/>)

¹⁷ DVCA (http://www.dvca.dk/uploads/Publikationer/DVCA_Årsskrift%202011_Final.pdf)

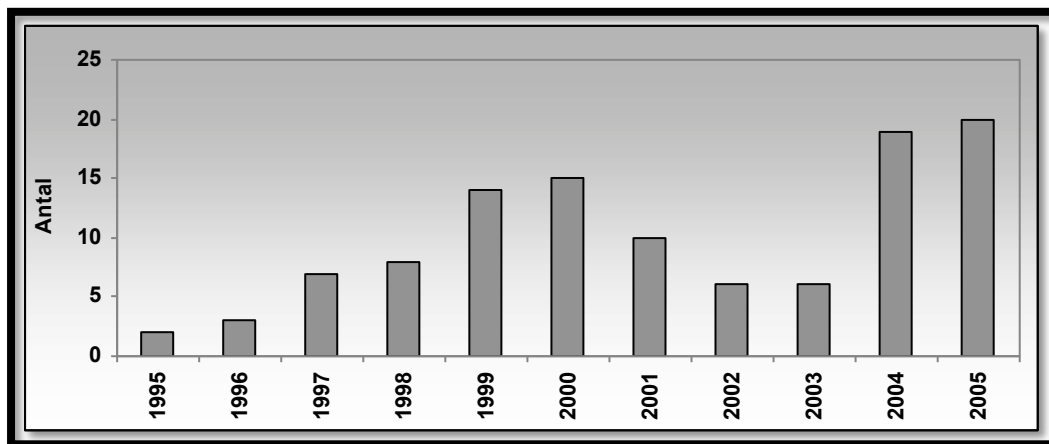
kontorer i Danmark og har opkøbt danske virksomheder.

Figur 6- viser kapitalfondenes størrelse samt investeringsfokus.



Figur 6 - Buyout-selskaber i Danmark - Kilde: Vækstfonden (2006)

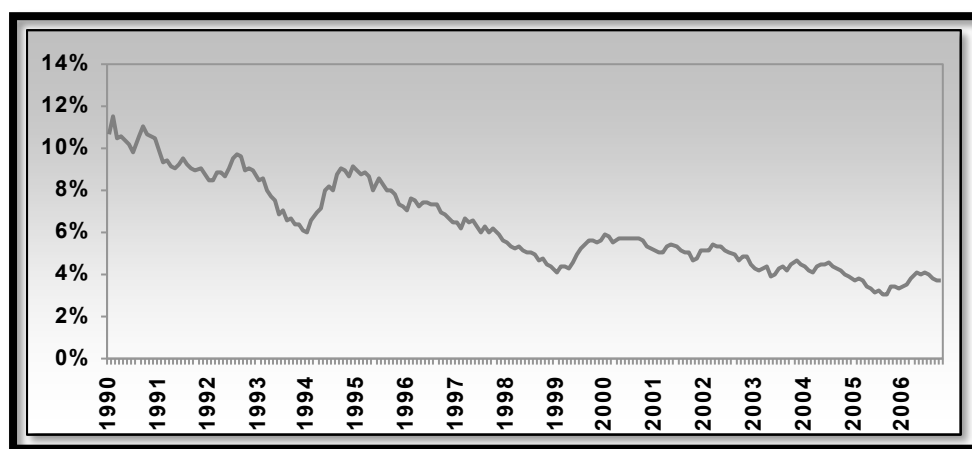
Figur 7 viser antallet af gennemførte opkøb i perioden 1995 til 2005.



Figur 7 - Antal kapitalfondsopkøb af danske virksomheder - Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet

Gældsandelen spiller, som tidligere nævnt, en stor rolle for kapitalfondene. Det vil være gældende både for kapitalfondenes aktivitetsniveau men også for deres økonomiske performance. Jo lavere en rente der er, jo mere attraktive låneforhold vil der være. Dette vil være med til at gøre det billigere for kapitalfondene at skaffe kapital til deres investeringer.

Figur 8 viser renteudviklingen på 10-årige statsobligationer. Netop pga. den faldende rente, har der været skabt gode låneforhold for kapitalfondene, hvilket også afspejler sig i udviklingen af buyouts.



Figur 8 - Renteudviklingen på 10-årige statsobligationer - Kilde: Danmarks Statistik

3.4 Nyt pres på kapitalfonde

Aktiviteten for kapitalfondene været nedadgående de seneste par år, og kapitalfondene foretager langt færre og væsentligt mindre opkøb end tidligere. Ifølge Danske Aktie Analyse er opkøbene faldet drastisk, og størrelsen af investeringerne er ikke så spektakulære som tidligere. Ifølge Danske Aktie Analyse viser det sig at kapital- og venturefonde de seneste tre år i gennemsnit kun har foretaget halvt så mange opkøb i forhold til jubelåret 2007, da der blev gennemført mere end 60 investeringer.¹⁸

Det er især finanskrisen og den efterfølgende globale økonomiske nedtur der har været med til at bremse antallet af virksomhedshandler.

¹⁸ www.epn.dk (<http://epn.dk/brancher/finans/fonde/article2567154.ece>)

Ifølge Jannick Nytoft, adm. direktør i DVCA, har de kapitalfondsejede selskaber generelt klaret sig bedre igennem krisen. Beregninger fra DVCA viser at selskaber med kapitalfonde i ryggen har givet 6 pct. bedre afkast end de børsnoterede selskaber.

Dette kan med stor sandsynlighed henføres til de samme operationelle mekanismer som bliver beskrevet i denne opgave. Dette kan bl.a. være et mere aktivt ejerskab, hvilket vil være med til at de kapitalfondsejede selskaber kan reagere hurtigere på kriser end de børsnoterede virksomheder. Dette ændrer derved ikke på selve problemstillingen, selvom aktiviteten for kapitalfondene er gået ned.

3.5 Organisering og arbejdsprocesser i en kapitalfond

En kapitalfond er en fællesbetegnelse for forskellige fonde som opkøber etablerede virksomheder med det formål at trimme virksomhedens økonomi og sælge dem videre inden for typisk 3-7 år. Der findes ingen klar definition på hvad en kapitalfond er, men kendetegnet ved en kapitalfonds opkøb, er at størstedelen af beløbet til købet er lånte penge, de køber hele virksomheden eller majoriteten og får bestemmende indflydelse, herefter bliver børsnoterede selskaber oftest fjernet fra børserne, der står en relativt lille investorkreds bag, som i løbet af de første år trækker store udbytter ud af selskabet. Udbytteandelen¹⁹ stiger i gennemsnit fra 53 pct. før overtagelse til 82 pct. efter overtagelsen, dette er med til at ledelsen i selskabet gives stærke økonomiske incitamenter til at skabe gode resultater.²⁰

¹⁹ defineret som udbytte i procent af årets overskud

²⁰ FTF (<http://www.ftf.dk/magasinet-resonans/nummer/artikel/hvad-er-en-kapitalfond/>)

3.5.1 Buyout-processen

For at forstå selve buyout-processen er det lettere hvis man deler hele processen op i mindre bider.



Figur 9 - Buyout-processen²¹ - Kilde: Egen tilvirkning

3.5.1.1 Selecting investment

Som første led af buyoutprocessen skal der ske en "screening" af markedet. Der er her at man skal finde potentielle opkøbskandidater. Kapitalfondene stiller ofte krav til at opkøbskandidaterne har stabile cash-flows, lav driftsrisiko og de skal være i en udviklet industri. For at skille sig ud fra andre kapitalfonde har de forskellige målgrupper mht. opkøbs-muligheder. Differentieringen kan altså omhandle selskabsstørrelse, geografisk placering, branche og teknologisk niveau.

Mange af disse screeninger og forhandlinger foregår i hemmelighed for bl.a. at undgå opmærksomhed fra konkurrenterne. En forhøjet opmærksomhed vil kunne bidrage til en opskruet pris for en virksomhed.

3.5.1.2 Due diligence & deal structuring

Efter at man har fundet en opkøbskandidat, er det næste skridt at der bliver lagt en detaljeret forretningsplan. Det er her at man ved at undersøge virksomheden og dens branche, finder frem til potentielle vækstkilder ved opkøbskandidaten. Herefter vil det nu være muligt at få lagt en god strategi der vil være med til at sikre et væsentligt afkast til kapitalfonden.

²¹ Fenn & Liang (1996) og Berlingske Nyhedsmagasin nr.1, 2006

Når dette er på plads, ved kapitalfonden ligeledes hvor høj en pris man er villig til at betale for target-virksomheden.

Eftersom at der er kommet øget fokus på opkøbskandidater samtidig med at der er kommet flere kapitalfonde til, har dette også medført at mængden af potentielle opkøbsmuligheder er blevet formindsket. Derfor benyttes der i stigende grad auktioner i forbindelse med handlerne. Her byder flere kapitalfonde på den samme kandidat, og udover den fremsatte pris indeholder buddene også beskrivelse af hvorledes finansieringen af købet vil ske i praksis.²²

Efter købet vil target-virksomheden blive en del af kapitalfondens portefølje, og derved et porteføljeselskab.

3.5.1.3 Managing investment

Managing investment er en af de helt centrale dele af værdiskabelsen. Det er bl.a. her at svaret skal findes til opgavens problemstilling. Det er netop under managing investment at de eventuelle operationelle forbedringer skal finde sted.

Det første der vil ske efter at en kapitalfond har overtaget en virksomhed, er at den vil begynde sit aktive ejerskab. Det er netop med det aktive ejerskab, at kapitalfonden vil effektivisere driften, fokusere strategien og evt. foretage nye investeringer. Ofte vil en stor del af de faste omkostninger blive reduceret kraftigt i forbindelse med effektiviseringen. Denne reduktion kan retfærdiggøres i kraft af, at potentielle buyout-kandidater ofte har højere operationelle ressourcer til rådighed end andre virksomheder, jf. Singh (1990).

Selskaber der er blevet overtaget ved et buyout, har ofte en mere omkostningseffektiv virksomhedsadministration end f.eks. konglomeratvirksomheder.

Ofte vil man også se at kapitalfondene forbedrer de økonomiske kontrolsystemer og øger effektiviteten i beslutningsprocesserne. Dette gør man for at fjerne en stor del af det

²² Baker & Montgomery 1994

beslutningsmæssige bureaukrati, som ofte findes i store virksomheder med mange ansatte.²³

Det er også blevet observeret at der efter et buyout har været en stærkere kontrol fra ledelsens side med selskabets driftmæssige aktiver. Dette er med til at forbedre virksomhedens operationelle cash-flow.²⁴ Dette viser sig i form af en strammere styring af arbejdskapitalen. Dette gør man ved at fremskyndelse af betalinger fra debitorerne, reducere lagerperioden samt udvidelse af leverandørkreditte.

Udover ovenstående har der også været en generel trend til at man satser på at kontrollere arbejdskapitalen bedre. Dette har man gjort ved en stram omkostningskontrol. Dette betyder at kapitalfondene ifølge Wright og Robbie (1996) ikke udelukkende kan fokusere på at skabe værdi gennem omkostningseffektivisering og restrukturering af virksomhedens aktiver.

Udover den strammere kontrol med arbejdskapitalen og virksomhedens aktiver, er der ligeledes fokus på at undgå unødvendige og risikofyldte investeringer. Ved at gøre dette eliminerer man skrøbelige investeringsprojekter. Derudover vil man ofte se at unødvendige og uudnyttede aktiver bliver solgt fra.

Udover at skabe værdi ved at omkostningsreducere, vil en vækst i omsætningen ligeledes være med til at kunne skabe værdi for virksomheden. Hvis en virksomhed har en positiv vækst i omsætningen, vil dette medføre en mere positiv påvirkning på fremtidige værdiansættelser af virksomheden. Dette er specielt relevant i forbindelse med en exit.

Udover det allerede gennemgåede, er kapitalfonde kendt for at underlægge deres porteføljeselskaber nogle meget ambitiøse forretningsplaner med høje finansielle målsætninger.

²³ jf. Easterwood, Seth et al (1989).

²⁴ Jf. Smith (1990)

I kombination med at den høje gæld skal serviceres, øges kravene til ledelsens performance.

Det øgede krav til ledelsens performance vil være med til at minimere ineffektivitet hos ledelsen. Derved vil ledelsen være nødt til at arbejde hårdere for at opfylde de krav der bliver stillet til dem, da der ellers vil være en fare for at blive fyret.

Ifølge Porter (1996) er ofte nødvendigt med en effektivisering for at opnå en forbedring i cash-flow, men det er sædvanligvis ikke nok.

En af kapitalfondens opgaver er at reetablere og styrke opkøbskandidatens strategiske fokus. Ofte medfører dette en alsidig strategi, som kombinerer omkostningskontrol og effektiviseringerne med innovation og forretningsfokusering.

Man vil ligeledes ofte se at kapitalfondene arbejder tæt sammen med ledelsen i virksomheden. Dette gør man for at skabe en strategi, som skal være med til at forbedre den konkurrencemæssige position på længere sigt. Dette bliver bl.a. ført ud i livet ved at man gør virksomheden mindre bureaukratisk og mindre kompleks.

Kapitalfonden vil ligeledes være med til at genskabe det strategiske fokus. Dette betyder øget fokus på hvilke markeder virksomheden skal satse på, hvilke produkter virksomheden skal fokusere på, produktkvalitet, kundefokus, service, samt en reorganisering af distributionskanalerne.

Dette har den konsekvens at ikke produktive afdelinger og afdelinger der ligger uden for virksomhedens nye fokusområde, vil blive lukket ned eller solgt fra. Modsat vil man også kunne se en opkøbsstrategi, hvori man udvider forretningsområdet indenfor de områder hvor man har lagt fokus og hvor man har stærke kompetencer. Det ses ofte at kapitalfonde opkøber en række selskaber i separate transaktioner, som så efterfølgende bliver fusioneret med hinanden. Det er også set at kapitalfonde har haft fokus på buy and build. Dette er en strategi, hvor man udnytter sin industriekspertise til at lave en markedsconsolidering i det pågældende markedssegment. Ved hjælp af buy and build strategien vil man være i stand til opnå operationelle synergieffekter, samt det vil gøre det lettere på længere sigt at foretage en børsnotering af virksomheden.

3.5.1.4 Exit

Det sidste stadie ved et buyout er en exit. Det er her at kapitalfonden skiller sig af med porteføljevirkksomheden. Ofte vil dette komme i spil når der i porteføljevirkksomheden er blevet skabt tilstrækkeligt med resultater. Som tidligere nævnt har en typisk buyout-strategi en løbetid på 3-7 år.²⁵

Der findes flere forskellige muligheder for exit. Kapitalfonden kan bl.a. vælge en børsnotering (IPO)²⁶ af porteføljevirkksomheden, virksomheden kan sælges til en industriel køber (trade sale) eller virksomheden kan videresælges til en anden kapitalfond (secondary buyout).²⁷

Det er blevet mere og mere populært at sælge til andre kapitalfonde som secondary buyout. Hvilket kan være et tegn på, at priserne er kommet så højt op, at industrielle købere ikke ønsker at købe²⁸. En anden årsag kan være, at en mindre kapitalfond vælger at sælge til en større international kapitalfond, som har øget mulighed for at skabe forsat vækst.

3.5.2 Buyouts

Man vil ofte se af kapitalfondene benytter sig af en finansieringsmetode kaldet "funds of funds". Man vil ligeledes også se at kapitalfondens "administrator", buyout-specialisten²⁹, selv indskyder kapital til fonden. Dette er typisk 1-3%³⁰ af den samlede kapital. Denne buyout-specialist vil derefter fungere som ledelse for kapitalfonden og forvalter derfor kapitalen på investorernes vegne.

Ofte vil en buyout-specialist skulle forvalte flere forskellige kapitalfonde på én gang.

Den enkelte kapitalfond er ofte sat sammen som et partnerskab mellem investorerne på den ene side og buy-out-specialisten på den anden side. Investorerne vil så være limited partners og buyout-specialisten vil fungere som general partner.

²⁵ Økonomisk Tema Nr.4 November 2006 – udgivet af Økonomi- og Erhvervsministeriet

²⁶ Initial Public Offering: The first sale of stock by a private company to the public
<http://www.investopedia.com/terms/i/ipo.aspx>

²⁷ "Sådan arbejder kapitalfondene", Berlingske Nyhedsmagasin nr.1 januar 2006 s. 48-49

²⁸ Økonomisk Tema Nr.4 November 2006 – udgivet af Økonomi- og Erhvervsministeriet

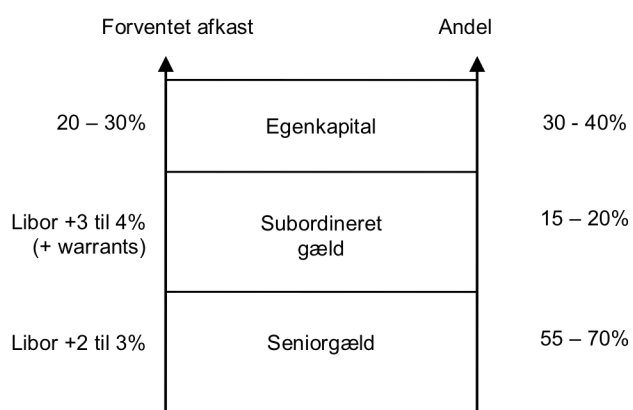
²⁹ buyout-specialist = general partner

³⁰ Brealey, Myers & Allen (2006), s919

Ofte vil det være kontraktmæssigt bestemt at fondene har en fast og forudbestemt levetid. Dette vil typisk være 10-12 år³¹, og/eller at de investerede midler skal udbetales til investorerne når der bliver foretaget exits. Dette medfører derfor at buyout-specialisten hele tiden skal rejse ny kapital. For disse ydelser som buyout-specialisten yder, vil der være to måder hvorpå der kan ske aflønning til buyout-specialisten. For det første vil buyout-specialisten modtage et management fee fra kapitalfonden. Dette vil typisk være en procentsats af den investerede kapital.³² Derudover modtages en fast procentdel af den profit som partnerskabet genererer.³³

3.5.3 Finansieringsstruktur

Et buyout har normalt en høj gearing, delvist for at øge det forventede afkast på investeringen, og delvist for at opnå majoritet for så få midler som muligt. Kapitalfondens afkastkrav vil normalt ligge på omkring 20-30%³⁴. Gælden, vil typisk komme fra forskellige kilder og være af væsentlig forskellig karakter.³⁵ Der er tale om seniorgæld og subordineret gæld, hvor seniorgæld normalt vil være almindelig langfristet bankgæld.³⁶



Figur 10 - Kapitalstruktur i buyouts – Kilde: Undervisningsnoter fra Investment Management, CBS

³¹ Økonomisk Tema nr. 4, "Kapitalfonde i Danmark", Økonomi- og Erhvervsministeriet november 2006

³² Typisk 1-2%

³³ Brealey, Myers & Allen (2006), s.920

³⁴ Nordea undervisningsnoter til Investment Management, CBS

³⁵ Sharp (2001), s. 39

³⁶ Kaplan & Stein (1991), s. 18

Desuden kan der være tale om erhvervsobligationer og mezzaninkapital. I denne sammenhæng kan erhvervsobligationerne sammenlignes med det, der betegnes som *junk bonds*. Denne betegnelse dækker over obligationer med en lav kredit-rating på grund af risikoen, der er forbundet med obligationerne.³⁷ Erhvervsobligationerne vil typisk være usikrede og have en høj pålydende rente.

Mezzaninkapital er en blanding mellem egenkapital og gæld. Afdragsprofilen vil minde om profilen for et stående lån dog med disse forskelle: Renterne kan udskydes, hvilket betyder en akkumulering af renterne, så de først skal betales ved tidspunktet for exit. Endvidere er løbetiden ikke på forhånd fastlåst, da denne afhænger af tidspunktet for exit. Ved at benytte denne form for finansiering ved et LBO vil man formindske likviditetspresset, fordi at rentebetalingerne kan udskydes. Man skal dog være opmærksom på at der kan opstå konflikter blandt porteføljeselskabs indehavere af finansielle fordringer. For at mindske disse konflikter, kan man benytte sig af strip financing. Her holder alle investorerne en procentvis lige stor andel af alle anvendte typer af finansiering på nær seniorgæld samt aktier forbeholdt ledelsen.³⁸ Hvis man benytter strip financing vil man ensrette interesserne hos alle investorerne, for derigennem at mindske konflikter mellem disse.³⁹

I følge Aktieselskabsloven⁴⁰ forbydes låntagning til opkøb af et selskab med sikkerhed i target-selskabets egne aktiver. Derfor opretter man et holdingselskab, hvor långiverne kan opnå sikkerhed i holdingselskabets aktier i porteføljeselskabet. Holdingselskabet ejes af kapitalfonden, men i mange tilfælde kræves der også et aktivt ejerskab fra ledelsen af det opkøbte selskab. Denne ejerandel vil som regel ligge på mellem 1-10% af egenkapitalen.

3.5.4 Industrielle og finansielle kompetencer og netværk

En væsentlig del for kapitalfondene er at tilføre ny og væsentlig viden til porteføljevirkksomheden. Dette sker bl.a. gennem kapitalfondens rolle som rådgivere og

³⁷ Definition på junk bonds: high yield bonds som er rated lavere end BBB (Standard & Poor's).

³⁸ Weston, Siu & Johnson (2001), s. 675

³⁹ Jensen (1986), s. 326

⁴⁰ "Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anpartar i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse." Aktieselskabsloven §115, stk. 2

iværksættere. Kapitalfondene er i stand til at kunne trække på ekspertise og erfaringer på tværs af alle porteføljeselskaberne.

Derudover vil buyout-specialisterne være et vigtigt aktiv for kapitalfondene da de har ofte en fortid som ledende medarbejdere i investeringsbanker, hvilket vil have været med til at give dem en stor erfaring indenfor virksomhedsopkøb og fremskaffelse af kapital. Ellers ser man ofte at de har siddet i diverse topstillinger i større industrivirksomheder. Ved at buyout-specialisterne ofte kommer fra de nævnte stillinger, har de ofte et stort netværk som de kan trække på.

3.5.5 Buyout-kulturen

Buyouts bliver ofte anset af ledelser i post-buyout selskaber som en kreativ måde at reintrodere iværksætterånden, da man føler og opfører sig som iværksætter på grund af den nye organisationsform, som medfører, at man slipper for begrænsningerne fra moderselskabets direktion, og derfor føler de sig motiveret til at foretage flere selvstændige beslutninger.⁴¹ Denne opførsel beskrives ofte som buyout-feber eller buyout-adrenalin. Man vil ligeledes se at specielt ledelsen bliver motiverede af den nye ejerskabsstruktur, og dette medfører at de er villige til at tage alle midler i brug, for at buyoutet skal blive en succes.

For at sikre hurtige og sikre beslutningsprocesser, vil organisationen typisk være fladt struktureret. Dette er med til at sikre at interaktion mellem buyout-specialisterne og ledelsen er høj og smidig.

⁴¹ jf. Singh (1990)

3.6 Delkonklusion

Et buyout er en investering hvor køberen er en ikke industriel køber, f.eks. en private equity fond.

Ved et sådant buyout vil man se en høj gearing og derudover vil man se at den eksisterende ledelse eller den nye ledelse bliver medejere af selskabet.

Som beskrevet opstod buyouts i 1970'erne som en måde hvorpå man kunne nedbringe uudnyttet kapacitet i USA. I 1980'erne forekom der mange going-private investeringer, men hen mod slutningen af 1980'erne vendte udviklingen pga. en del konkurser. Dette smittede også af på udviklingen i 1990'erne.

Det første reelle marked i Europa kom i slutningen af 1980'erne. Forskellen fra 1980'erne til 1990'erne, var at man gik fra at være fokuserede på gælden til at man fokuserede på en forøgelse af operationel værdi gennem omkostningsreduktion. Med tiden er der kommet mere og mere konkurrence på buyoutmarkedet, hvilket har medført en større kreativ søgen efter værdiskabelse. I dag bruger man bl.a. buy-and-build, der ved hjælp af øget fokusering og synergier, skulle være med til at øge profitten.

I Danmark har der før 2008 været en stigende udvikling i antallet af buyouts. Både i antallet men også i størrelsen på buyoutne. Dette kan bl.a. skyldes den meget lave rente der har været, som har gjort det billigere end førhen at låne penge.

4. Teori

Fokus i opgaven er at undersøge, om kapitalfondene har været i stand til at skabe operationelle forbedringer i deres porteføljeselskaber.

I afsnittet Managing investment ser man hvordan kapitalfondene er i stand til at forbedre virksomhedens operationelle drift gennem effektiviseringer og strategisk refokusering og derved skabe værdi. Noget af dette kunne dog også udføres af en børsnoteret virksomhed, men der hvor en kapitalfond skiller sig ud, er når det kommer til principal-agent problematikken. Buyouts er kendt for at skabe operationel værdi ved at reducere principal-agent problematikken.

4.1 Principal-agentproblematikken i buyouts

Principal-agentproblematikken omhandler de problemer der opstår når der er adskillelse mellem ejerne og ledelsen. Principal-agentteorien bygger på at både principalen og agenten er nyttemaksimerende. Begge parter er altså optaget af at vælge den situation som gavner dem selv mest. Derved opstår der en interessekonflikt mellem principalen og agenten.

Informationen mellem principalen og agenten er ligeledes asymmetrisk – dvs. at de ikke har adgang til samme information. Principalen har ikke den fulde viden om agentens handlen, og agenten er opportunistisk og handler kun delvist rationelt.⁴²

Principal-agent problemet kan kort beskrives som relationen, hvor en part (principalen) uddelegerer udførelsen af en given opgave til en anden part (agenten). Principalen har et ønske om, at agenten udfører opgaven tilfredsstillende, men principalen har et problem, der består i at opstille en betalingsstruktur - en belønning - som giver agenten tilstrækkeligt incitament til at udføre opgaven i overensstemmelse med principalens ønsker. Som tidligere beskrevet er begge parter nyttemaksimerende, hvilket således betyder at man kan forvente uoverensstemmelser mellem principalen og agenten. Jo mindre kontrol principalen har med agenten, jo større vil problemet være.

⁴² <http://da.wikipedia.org/wiki/Principal-agent-teorien>

Et vigtigt aspekt i principal-agent-problematikken er *moral hazard* problemet. Moral hazard er f.eks. når en agent kan bruge en principals midler uden selv at bære noget ansvar. Det kan være situationer, hvor agenten gennem bevidste handlingerne modarbejder principalen. Dette fører til agentomkostninger. Problemet opstår fordi principalen ikke har mulighed for at vurdere agentens enkelte handlinger, men derimod kun den samlede handling. Da agentens adfærd og informationsadgang ikke kan observeres isoleret set, kan agenten ikke omkostningsfrit tvinges til udelukkende at handle i principalens interesser.

Ofte vil man se i en større virksomhed at det i praksis er ledelsen der har den overordnede kontrol over virksomheden og kan træffe beslutninger uden ejernes indblanding.

Netop ved et spredt ejerskab vil ledelsen ofte få meget stor indflydelse. Derved har investorerne sjældent nogen afgørende indflydelse på selskabets ledelse og drift og derved opstår der en ubalance mellem aktionærene og ledelsen.

Ved at benytte sig af en række forskellige governance instrumenter, vil det være muligt at få ledelsen af en virksomhed til at arbejde i samme retning som ejerne/aktionærene. Det sker bl.a. i form af incitamenter, overvågning og styringsredskaber.

Ved at overvåge kan man måle og observere ledelsens adfærd. Denne overvågning sker bl.a. på baggrund værktøjer såsom: regler, budget og incitamentsaflønnings.

Overvågningen vil dog altid være forbundet med overvågningsomkostninger/monitorerings omkostninger, og omkostningerne skal aktionærene bære. Derfor vil det være svært for aktionærene at handle kollektivt, hvilket vil være med til at gøre effekten af overvågningen begrænset.

Netop fordi det er så svært at få aktionærene til at handle kollektivt, opstår der et free-rider problem. Typisk opstår dette free-rider problem i forbindelse med et spredt ejerskab og drejer sig om grundlæggende om, hvem der skal dække de omkostningerne som opstår ved en overvågning af ledelsen. Alle aktionærene vil gerne free-ride på hinanden. Der kan være forskellige grunde til at nogle aktionærer ikke ønsker at involvere sig. Dette kan bl.a. være hvis den enkelte aktionær har meget lidt på spil i virksomheden, så vil denne aktionær

hellere lade nogle af de aktionærer som har mere på spil bære omkostningerne i forbindelse med en øget kontrol.

Free-rider-problemet forsøges løst ved at uddelegere kontrolretten til en bestyrelse, hvilket nødvendigvis ikke er fuldstændigt effektivt.

For at ledelsen kan forsikre ejerne om at den ikke handler imod ejernes interesser, kan den selv hyre f.eks. et revisionsfirma til at gennemgå regnskaberne, for evt. at fjerne ejernes tvivl om f.eks. regnskabsmanipulation. Disse omkostninger vil blive kaldt for *garantiomkostninger* ⁴³. Dette åbner selvfølgelig muligheden for en del andre problematikker, som f.eks. at det revisionsselskab som skal revidere regnskabet er hyret og betalt af selvsamme virksomhed som skal revideres, don't bite the hand that is feeding you. Et problem som dog ikke vil blive set nærmere på i denne opgave.

Mange virksomheder forsøger at løse principal-agent problemet ved at ejerne og ledelsen underlægger sig overvågnings- og garantiomkostninger. Dette skal være med til at begrænse yderligere agentomkostninger der kan forekomme pga. forskelligt rettede interesser. Der vil dog stadigvæk være mulighed for at der kan opstå uenigheder mellem ledelsens beslutninger og ejerne. Her kan f.eks. nævnes virksomhedens frynsegoder til ledelsen. Goder som betales af virksomheden og som derfor vil have en negativ indflydelse på egenkapitalens værdi.

4.1.1 Frynsegoder

En frynsegode er en ikke-kontant økonomisk fordel, der ud over lønnen og bonusser, følger med en ansættelse, eksempelvis fri bil, telefon, fri avis, fri bolig, gratis frokost eller sundhedsforsikringer.

Frynsegodeforbruget⁴⁴ handler om ledelsens forbrug af virksomhedens ressourcer, og skal ses i forhold til ledelsens eventuelle højere effektivitet. Man kan altså forvente en konflikt mellem ledelsen og ejerne.

⁴³ Bliver af Jensen & Meckling (1976) kaldt for *bonding costs*.

⁴⁴ Bliver af Jensen & Meckling (1976) kaldt for *perquisite consumption*

Det kan desværre, ud fra bl.a. de ovenfor nævnte betragtninger, ses at nogle ledelser nogle gange fravælger projekter som er risikable, også selvom der er udsigt til et projekt med en positiv net present value (NPV). Et projekt som ville kunne bidrage positivt til en forøgelse af virksomhedens værdi. Dette kan ske fordi at ledelsen ikke ønsker at pådrage sig en ekstra risiko. Hvilket kan være i modstrid med aktionærernes ønsker. Det modsatte kan dog også være tilfældet. Der kan være tilfælde hvor ledelsen ikke får afsluttet ikke rentable projekter eller går ind i nogle projekter pga. personlige følelser, også selvom disse projekter har en negativ NPV.

Netop dette problem hentyder til imperiebygning. Det er i samfundet forbundet med stor præstige at lede en stor virksomhed med mange ansatte. For nogle ledelser vil det være vigtigt at få opbygget et stort imperium. Dette kan bl.a. gøres ved at virksomheden opkøber unødige og ressourcekrævende aktiver. Aktiver som ikke bringer nogen positiv synergi effekt med sig eller økonomisk gevinst. Dette vil naturligvis resultere i at ledelsen bruger den overskydende likviditet til reinvesteringer som ikke nødvendigvis er til gavn for aktionærerne.

I visse situationer ser man at en ledelsen ikke er god nok til at drive en virksomhed i den pågældende branche, og derfor ønsker at diversificere virksomheden i en ny retning, ind på nye markeder. Markeder som ledelsen måske føler sig bedre tilpas med.

Det er også set at nogle ledelse er meget opportunistiske mht. løn, prestige og karriere. Resultatet af dette kan være at ledelsen kun vælger at investere i projekter som kun giver et afkast på kort sigt. Ved dette kommer ledelsen til at se ud som om at den har gjort det godt, i hvert fald på den korte bane. Men mange aktionærer ønsker ikke kun vækst på den korte bane, men gerne langt ud i fremtiden.

I de netop beskrevne tilfælde, vil ledelsen kunne pålægge virksomheden en række omkostninger⁴⁵ for at maksimere deres egen nytte og målsætninger. Dette er ulempen ved den adskilte ejer og lederfunktion. Ejernes velfærdstab, som følge af denne konflikt, kalder Jensen og Meckling (1976) for det *residuale tab*.

⁴⁵ Omkostninger kan bestå i manglende indtægter

Agentomkostninger er i sig selv ikke værdiskabende for virksomheden. Ser man på en børsnoteret virksomhed, vil denne form for adfærd være forventet og indregnet i prisen. Dette betyder, at man kan forvente en lavere aktiekurs, og derved er det selskabets aktionærer, der i sidste ende bærer agentomkostningerne, der relaterer sig til egenkapitalen. Man vil altid kunne forvente agentomkostninger ved egenkapitalen, så længe der er tale om en virksomhed med en separeret ledelse og ejerkreds. Derfor vil den eneste løsning på dette være hvis ledelsen har fuldt ejerskab over egenkapitalen.

Efter at en kapitalfond har opkøbt en virksomhed, vil kapitalfonden have forskellige muligheder for at nedbringe principal-agent problemet og derved også nedbringe agentomkostningerne på egenkapitalen.

4.1.2 Ledelsen som medejere

Ved at gøre ledelsen af en virksomhed til medejere vil det give ledelsen incitamenter til at handle i de andre ejeres interesse, og det vil give stærke incitamenter til at få virksomheden til at performe godt. I langt de fleste tilfælde opfordres ledelsen til at blive medejere af virksomheden. Tilmed er det mange gange et krav at ledelsen er/bliver medejere.⁴⁶ For at opnå samme effekter kunne ejerne også vælge at benytte aktieoptioner til ledelsen. Det har blot den ulempe at det kun påvirker ledelsens økonomi når det går godt. I tilfælde af at det skulle gå dårligt, får ledelsen stadigvæk sin normale løn og mister derved ikke.

Ved at man gør ledelsen til medejere, vil man også kunne se en reduktion af frynsegodeproblemet. Dette skal dog tages med et vist forbehold, da unødige goder til ledelsen, stadigvæk vil være dækket af de andre aktionærer og kun en lille del skal bæres af ledelsen aktier. Ligeledes vil man minimere risikoen regnskabsmanipulation da ledelsen nu også er med i det på den lange bane og derved får større incitament for at fokusere på effektivitet og i højere grad vil kaste sig ud i nye strategiske tiltag.

⁴⁶ Det ses ligeledes i flere tilfælde, at den siddende bestyrelse i porteføljeselskabet også oftest bliver tvunget til at købe sig ind i selskabet for ligeledes at sikre et 100% engagement fra deres side – Jyllands posten 2 Januar 2007: "Kapitalfond: Bestyrelsen skal selv investere".

Taylor(1992) hævder, at ledelsen ikke undlader at handle korrekt, fordi de ikke ved, hvad det korrekte er. Alt for ofte undlader de at træffe de rigtige beslutninger, dels fordi de ikke har nogen økonomisk interesse i det, og dels fordi det ikke medfører konsekvenser at træffe de forkerte beslutninger.

Før et buyout ligger medianen af topledelsens ejerandel på 1,4% til 6%, og efter et opkøb ser man at denne stiger til mellem 7% og 23%⁴⁷, hvilket skulle være med til at reducere frynsegodeproblemet og agentomkostningerne. Desværre kan man risikere at vigtige investeringsbeslutninger ikke bliver truffet. Dette kan ske hvis man som ejer er risikoavers. Jo mere risikoavers ledelsen er, jo større er omkostninger og nyttetabet ved at være eksponeret for ejerandel i egenkapitalen. Dette skyldes at ledelsens formue afhænger af den selskabsspecifikke risiko, hvilket medfører, at en risikoavers ledelse vil foretrække investeringsprojekter med en lav risiko.

4.1.3 Kapitalfondens aktive ejerskab

Når en kapitalfond opkøber en virksomhed vil ejerskabet blive koncentreret hos fonden, og de vil herfra fungere som aktive ejere, med gode muligheder for at kunne monitorere ledelsen.

Ifølge Warner, Watts og Wruck (1988) og Weisbach (1988) vil truslen om en firing ikke have den store disciplinerings effekt på ledelsen. Dette skyldes store transaktionsomkostninger, ineffektiv intern kontrol samt vedtægtsmæssige regler, der beskytter den siddende ledelse. Samtidigt med dette har mange børsnoterede virksomheder en konservativ kapitalstruktur, hvilket gør at konkurs virker mindre sandsynligt end i et kapitalfondsejet virksomhed.

Truslen om en firing i en kapitalfondsejet virksomhed vil virke som en disciplineringsmekanisme for ledelsen og et medejerskab vil virke som en belønningsmekanisme.

Ved at udøve et aktivt ejerskab, gennem buyout-specialisten som typisk sidder med i selskabets bestyrelse, vil kapitalfonden hurtigere kunne reagere i tilfælde af ineffektive

⁴⁷ Kaplan (1989)

drifts- og investeringsbeslutninger. For ledelsen betyder dette at hvis præstationerne ikke er tilfredsstillende, vil der være mulighed for at ledelsen bliver afskediget.

Ved at privatisere virksomheden, risikerer kapitalfonden at miste muligheden, for at kunne observere virksomhedens værdi og afkast på aktiemarkedet. Netop aktiemarkedet kan ellers virke som et disciplinerende værktøj, bl.a. fordi at aktieanalytikere, myndigheder osv. monitorerer virksomheden. Derudover har eksterne interessegrupper før buyoutet båret nogle af monitoreringsomkostningerne. Efter et buyout vil kapitalfonden selv skulle stå for afholdelse af disse omkostninger. Dog vil de samlede agentomkostninger alligevel være mindre end før buyoutet, samtidigt med at der vil være sket en mindskelse af bl.a. frynsegodeproblemet.

4.1.4 Større andel af gæld

Den øgede gæld kan være med til at forbedre virksomhedens driftsbeslutning. Dette skyldes, at gælden, for det første har en vigtig indvirkning på selskabets kapitalomkostninger og for det andet vil den også være med til at reducere ledelsens muligheder for at optræde modstridende i forhold til ejerkredsens interesser.

Ved et LBO vil gearing blive øget markant. Pga. den øgede gearing vil der komme store krav til servicering af gælden og kreditorerne. Derfor vil det være med til at nedbringe det frie cash flow problem, da det vil være nødvendigt hele tiden at have et højt cash flow for at kunne servicere gælden. Med en høj gearing vil man ligeledes være mere opmærksom på en konkurs og det giver ledelsen incitament til at effektivisere virksomheden yderligere, da virksomheden nu ikke har en stærk egenkapital i ryggen.

Målt ud på medianen, fandt DeAngelo og Rice (1984) at gældsandelen ved et buyout, steg fra 11% til 86% De konkluderer ligeledes, at den integrerede effekt af en højere gældsandel og medejerskab, giver ledelsen en mere shareholder-value maksimerende adfærd. Dette har den effekt at ledelsen ændrer sine tidligere driftsprioriteringer og kan være nødt til at foretage kontroversielle handlinger i form af nedskæringer for at maksimere selskabets betalingsstrømme.

Dog er det vigtigt at holde sig for øje at relationen mellem øget værdiskabelse og højere gældsandel ikke er lineær.

Sammenfattende betyder en høj gældsandel en reducere af ejernes påførte agentomkostninger omkring overvågning og disciplinering af ledelsen, men modsat vil der også fremkomme omkostninger som følge af den høje gearing.

4.1.4.1 Agentomkostninger ved den høje gæld

Ser man på forholdet mellem kreditorer og ejerne kan dette også ses som et principal agent problem. Kreditorerne vil være principalen og ejerne vil være agenterne. Man vil kunne sidestille ledelsen med ejerne pga. ledelsens medejerskab og det aktive ejerskab.

Principal-agentproblemet opstår som tidligere beskrevet pga. moral hazard problemet og der opstår primært to problemerstillinger: Asset substitution og debt overhang.

4.1.4.1.1 Asset substitution

Asset substitution-problemet er når aktionærene kan overføre formuer til sig selv på bekostning af kreditorerne ved at øge investeringsprojekternes risiko, jf. Jensen og Meckling (1976).

Problemet ved dette er at ejerne kan "gamble" med kreditorernes midler. Ejerne kan vælge at udskifte de nuværende aktiver med aktiver som er behæftet med stor risiko. Derved har ejerne mulighed for at opnå en stor gevinst, men i tilfælde af det modsatte vil virksomheden gå i betalingsstandsning, og vil det være kreditorerne som skal bære det største tab. Derved vil kreditorernes interesser altså blive negligeret. For at minimere dette problem, vil der i låneordningen være indregnet f.eks. højere rente.

Man vil ofte se at Asset substitution i de situationer hvor en virksomhed omstrukturerer sin aktivmasse. Her sker der en substituering mellem likvide driftsaktiver med immaterielle og

selskabsspecifikke aktiver.⁴⁸ I tilfælde af en konkurs vil dette ofte have en ringe værdi for kreditorerne.

4.1.4.1.2 Debt Overhang

Debt Overhang-problematikken ses i de situationer, hvor ejerne nyttemaksimerer på bekostning af kreditorerne. Det kan ske at ejerne vælger at udbetale overskuddet som dividender, i stedet for at geninvestere pengene, og derved muligvis forkaster projekter med en positiv NPV.

Debt overhang er ligeledes et moral hazard problem hvor kreditorernes mangler mulighed for at overvåge aktionærernes investeringer.

Både asset substitution og debt overhang er moral hazard problemer, som medfører at der er agentomkostninger ved gælden.

For at beskytte sig kan kreditorerne vælge at stille nogle gældsklausuler som f.eks. kan være begrænsninger for virksomhedens udbyttebetalinger, begrænset salg af eksisterende aktiver osv. Omkostningerne ved at være nødt til at udforme disse klausuler, forsøges dækket af en lidt højere rente.

4.1.4.2 Den reducerende effekt på agentomkostningerne på gælden

Ved at have så stor en gældsandel, vil det sikre at ledelsen ikke skal monitoreres så grundigt, pga. de disciplinerende effekter som tidligere beskrevet. Dette skal selvfølgelig holdes op imod de øgede omkostninger der også er ved en højere gældsandel. Da kapitalfondene ofte benytter strip financing vil man på den måde minimere agentomkostningerne forbundet med asset substitution og debt overhang.⁴⁹ Derved får man en bedre relation mellem ejerne og kreditorerne da de nu får samme fordring på virksomheden. Der bruges også andre specialiserede finansieringsformer, som er designet

⁴⁸ f.eks. forskning og udvikling

⁴⁹ Strip Financing går ud på, at investorerne i stedet for at købe en enkelt type værdipapir som f.eks. seniorgæld, køber vertikale strimler af virksomhedens ejer- og kapitalstruktur

til at holde agentomkostningerne nede. Her bruges bl.a. warrents og konvertible obligationer, som gør at virksomhedens afkast vil tilfalde kreditorerne og ikke kun ejerne. Der vil også blive anvendt mezzanin-kapital, som er en blanding af gæld og egenkapital. Hvis man anvender nogle af de gennemgåede finansieringsmetoder⁵⁰ vil man være med til at reducere agentomkostningerne.

En anden, og ikke håndgribelig; faktor som kan være med til at holde agentomkostningerne nede, er forholdet mellem kapitalfonden og kreditorerne. Kapitalfonden vil også på et senere tidspunkt få brug for at skaffe fremmedkapital. Derfor vil kapitalfonden sjældent nyttemaksimere på bekostning af kreditorerne. Dette vil investorerne også være klar over, og det vil føre til en mindskelse af agentomkostningerne.

En af områderne som skal være med til at skabe værdi ved et buyout, er netop en mindskelse af agentomkostningerne, både mellem ejere og ledelse men også mellem ejerne og kreditorerne. Ved et buyout vil der komme en bedre ensretning af ejerne, ledelsen og kreditorerne. Alt dette pga. ledelsens medejerskab, det aktive ejerskab, den øgede gældsandel og anvendelsen af strip financing.

4.2 En buyout-kandidat set ud fra et agentteoretisk perspektiv

De virksomheder som vil være interessante for en kapitalfond, vil være virksomheder som opfylder nogle særlige krav. Herunder findes bl.a. kravet om et højt cash flow , særlige brancher osv.

4.2.1 De typiske branchekarakteristika

Ofte vil man se at kapitalfonde går efter virksomheder som allerede har en fremtrædende position på markedet, og som har velkonsolideret produkt. Der findes også præferencer for virksomheder som i en lavteknologisk branche. Ofte vil kapitalfondene gå efter de

⁵⁰ som kan ses som en form for garantiomkostninger

virksomheder som kan beskrives som cash cows.⁵¹ Det vil derudover være foretrukket hvis virksomheden er på et marked hvor der er få konkurrenter sammen med høje adgangsbarrierer. Det er også vigtigt at virksomheden ikke er afhængig af bestemte personer som f.eks. personer med en bestemt branche specifik viden.

4.2.2 Frie cash flows

For at kunne servicere den høje gæld vil det være vigtigt med cash flows der er høje nok. Det er også fordelagtigt hvis der ikke er store udsving i cash flowene. Dog kunne det forestilles at der ved "alt" for høje cash flows, vil være en mindre effekt af kapitalmarkedernes disciplinerings effekt over for ledelsens frynsegoder.

4.2.3 Krav om lave niveauer til forskning og udvikling

Det vil også være vigtigt at virksomheden ikke skal sætte store ressourcer af til forskning og udvikling, da dette vil være hårdt for cash flowet. Ligeledes er det også vigtigt at virksomheden ikke er på et marked hvor der sker store og nødvendige udskiftninger af teknologi.

4.3 Ejerskabsformer

Der er altid forskel på ejere og deres finansielle ressourcer og kompetencer. Derfor spiller ejerskabsformen en stor rolle for en virksomhed og dens strategi. I det kommende vil ejerskab blive gennemgået nærmere.

⁵¹ The Boston Consulting Group udviklede en strategimatrix hvori Cash cow begrebet opstod. En cash cow er en virksomhed som befinder sig inden for et område med lav vækst, men hvor den besidder en relativ stor markedsandel. Dette vil resultere i en stor indtjening, samtidigt med at de lave vækstkrav, kun kræver beskedne driftsinvesteringer. Derudover er forretningsområdet karakteriseret ved, at det generer betydelige mængder af cash flows

4.3.1 Spredt ejerskab

Ved et spredt ejerskab forstås at en virksomhed er ejet af mange mindre aktionærer. Ofte vil ejerandelene være registreret og handlet gennem en børs. Derfor vil fokuset ligge på de børsnoterede virksomheder. Ved at have et spredt ejerskab, opnår man på den måde at sprede risikoen ud på mange forskellige. Netop pga. af det spredte ejerskab, vil virksomheden være mere udsat for en fjendtlig overtagelse

Det spredte ejerskab kan også føre til "free-rider" problemer, hvor overvågning af ledelsen er ineffektiv. Ledelsen har ofte en lav ejerandel, og sammen med free-rider problemet og store free cash flows kan dette resultere i frynsegodeproblemer og investeringer i negative NPV projekter som kun skal være med til at øge ledelsens magt og sociale status.

4.3.1.1 Kapitalfondsejerskabets muligheder ift. et spredt ejerskab

Ved at ændre en spredt ejerkreds til en mere koncentreret ejerkreds, som tilfældet vil være efter et buyout, vil dette minimere principal-agent problemerne. Ledelsen vil også i højere grad blive gjort til medejere af virksomheden, hvilket kan være med til at mindske interessekonflikter mellem ledelse og ejere. Kapitalfonden vil også agere som aktive ejere og det vil som tidligere beskrevet, give en mere effektiv monitorering af ledelsen.

Det kan være vanskeligt at skaffe ny kapital når ledelsen er meget spredt, men med en kapitalfond som ejere, vil virksomheden have et stærkt kapitalapparat, som vil kunne finansiere nye og innovative investeringer.

4.3.2 Koncentreret ejerskab

Nogle virksomheder har en meget koncentreret kreds af ejere, Det ses ofte at familieejede virksomheder har et meget koncentreret ejerskab. Jævnfør aktieselskabsloven skal en virksomhed arbejde for at tjene flest mulige penge til sine aktionærer. Dette er dog ikke altid tilfældet, når der er tale om en familieejet virksomhed. Her er det familien selv der bestemmer hvordan der skal ageres. Ofte vil man se at ejerne af en familieejet virksomhed besidder et stort engagement og passion for virksomheden, og derfor vil principal-agent

problemer være meget minimeret. Principal-agent problemet kan dog ikke elimineres helt, da der kan være tale om familiestridigheder og familiefejder. I de fleste tilfælde vil der dog være en hvis loyalitet over for familien, og derfor også en mindre sandsynlighed for at ledelsen handler opportunistisk.

I tilfælde af at en familieejet virksomhed er ledet af personer uden for familien, vil der være stor mulighed for interessekonflikter mellem ejere og ledelsen. Familie vil dog have stærke incitamenters til at overvåge ledelsen og udøve en form for aktivt ejerskab, hvilket begrænser overvågningsproblematikken.

Desværre ser man nogle gange at en ny leder bliver fundet internt fra familien. Derved vælger man ikke nødvendigvis den mest kompetente person til jobbet, og det kan føre til at dårlige beslutninger og manglende udnyttelse af potentiale.

4.3.2.1 Kapitalfondsejerskabets muligheder ift. et koncentreret ejerskab

En familiestridighed vil som regel aldrig føre et positivt resultat med sig. Som løsning på dette vil et buyout være en mulighed. Et buyout ville kunne medføre udskiftninger af mindre kompetente ledere, som kunne være kommet ind i virksomheden som tidligere beskrevet.

4.4 Delkonklusion

Som man kan se er principal-agent problematikken en central del af at skabe operationelle forbedringer. Ved at minimere agentomkostningerne og monitoreringsomkostningerne, vil man på den måde være med til at skabe værdi i virksomheden. Grunden til at man kan minimere disse omkostninger er bl.a. at kapitalfonden foretager nogle ændringer til organisationen og til incitamentsstrukturen. Her kan bl.a. nævnes øget medejerskab for ledelsen, aktivt ejerskab og en øget gældsandel.

Når ledelsen selv får et større medejerskab, vil de også begynde at tænke som ejere. Dette betyder at man får ensrettet interesserne mellem ledelsen og ejerne. Derudover vil free rider problemet blive kraftigt minimeret.

Når der er tale om et aktivt ejerskab, betyder det at kapitalfonden vil involvere sig meget i virksomheden. Dette nedbringer monitoreringsomkostningerne og er med til at skabe øget profit.

Pga. den højere gældsandel, vil dette være med til at disciplinere ledelsen. Forstået på den måde at ledelsen nu skal skabe en høj profit, for at kunne servicere gælden. Der vil derfor ikke være plads til unødvendige investeringer og man skulle gerne undgå imperium-opbygning og unødvendige frynsegoder. Ud over at ledelsen fravælger risikofyldte investeringer, kan det i den forbindelse ske at ledelsen også fravælger gode projekter med en positiv NPV, pga. af frykten af risikoen for at performe dårligt.

Samlet set vil et buyout, teoretisk set, have gode muligheder for at agent-principal problematikken mindskes mest muligt, og dette fører så til en besparelse på monitoreringsomkostningerne.

Ud fra det netop gennemgåede vil det være muligt at lave en liste med kriterier, som for de fleste, er kendetegnende for en god buyout kandidat.⁵²



Figur 11 - Kendetegn for en god buyout kandidat – Kilde: Egen tilvirkning

⁵² Listen er ikke nødvendigvis komplet

Hvis virksomheden tidligere har haft et koncentreret ejerskab, vil der nu være mulighed for at de nye ejere vil udskifte en eventuelt ineffektive familie-ledelse. Og det vil nu være muligt at foretage mere risiko-betonede investeringer.⁵³

Hvis der tidligere var tale om et spredt ejerskab, vil det nu være muligt for kapitalfonden at skabe bedre incitamenter for ledelsen, det vil det være muligt at eliminere interessekonflikter⁵⁴ og free rider problemet minimeres.

Derved vil det altså være muligt for en kapitalfond at drage fordel af buyoutet uanset den tidligere ejerskabsform.

⁵³ Som tidligere beskrevet kan det være problematisk for en familieejet virksomhed at foretage risiko fyldte investeringer

⁵⁴ F.eks. interessekonflikter mellem de forskellige tidligere ejere

5. Empirisk undersøgelse

Som tidligere beskrevet har der været givet nogle teoretiske argumenter for hvorfor en kapitalfond skulle skabe en positiv operationel værdi. Det er blevet gennemgået hvordan der teoretisk set skulle være belæg for at en kapitalfond kan skabe operationelle forbedringer. I det følgende vil der blive kigget på opgavens empiriske undersøgelse af kapitalfondenes danske porteføljeselskaber. Hovedmålet er at vurdere om danske kapitalfondsejede selskaber har været i stand til at skabe driftsmæssige forbedringer i forhold til deres tidligere ejerskab og den generelle industrielle udvikling.

Der vil være en del metodiske forudsætninger som er vigtige at forstå for at forstå undersøgelsens resultater. Der vil også være en gennemgang af andre tidligere internationale undersøgelser. Disse skal være med til at underbygge en samlet konklusion.

5.1 Metode

Ved at benytte en regnskabsbaseret analyseform, vil det være muligt at vurdere de driftsmæssige effekter et buyout har. Den regnskabsbaserede analyseform er valgt fordi man ved hjælp af netop denne form, kan se nærmere på hvordan de enkelte regnskabsposter og nøgletal udvikler sig.

Det vil blive gennemgået hvilke regnskabsmål der er valgt, hvilke forudsætninger der skal foreligge og de problemer der kan være med en sådanne undersøgelse.

For at kunne sammenligne undersøgelsens resultater, vil der blive kigget på andre internationale og nationale undersøgelser, for på den måde at kunne sammensætte et undersøgelsesdesign der passer til problemformuleringen.

Der vil i undersøgelsesperioden blive brugt de enkelte selskabers offentliggjorte regnskaber, og der vil blive brugt regnskaber op til 5 år efter at opkøbet har fundet sted.

Nøgletallene fra undersøgelsesgruppen vil blive holdt op mod referencegruppens, for derved at se om der er en bestemt udvikling.

5.2 Tidligere internationale og nationale undersøgelser

Kaplan (1989a) og Smith (1990) var blandt de første til at undersøge de kapitalfondsejede virksomheders drifts- og produktivitetsforbedringer. Kaplan var først ude med sine undersøgelser. Disse blev sidenhen fulgt op af Smith, som udbyggede og uddybede undersøgelserne. I Kaplans og Smiths undersøgelser bruges der driftsindkomst, driftsinvesteringer, cash flows og arbejdskapital som de forklarende variabler hvad angår drifts- og produktionsmæssige forbedringer. Kaplan undersøger de 3 først nævnte, mens Smith ikke undersøger driftsindkomst men i stedet undersøger arbejdskapitalen. Kaplan og Smith tester begge om kapitalfondsejerskabet har været i stand til at forbedre driften eller om det modsatte er tilfældet. De undersøger således den relative ændring fra året før buyoutet til årene efter. Dette betyder at de ikke har medtaget det regnskabsår hvor transaktionen finder sted.

Kaplan og Smith benytter begge samme statistiske test til deres undersøgelser.⁵⁵

5.2.1 The effects of management buyouts on operating performance and value. (Kaplan 1989a)

Kaplan (1988a) undersøger i alt 48 porteføljevirkomheder gennem en periode fra 1980-1986. Som tidligere nævnt måler Kaplan virksomhedernes operationelle drift ved hjælp af 3 parametre: driftsindkomst, driftsinvesteringer og cash flows.

Kaplan fandt ved sin undersøgelse, at driftsindkomsten blev forbedret med 15-35%.⁵⁶ Kaplan angiver ændringerne i driftsindkomsten ved deres median for at sikre sig mod outliers, der ellers ville dominere et gennemsnit. I Kaplans undersøgelse bliver virksomhederne bedømt på året inden buyoutet og de første 3 år efter buyoutet. Året hvor

⁵⁵ Wilcoxon Signed Rank Test. Denne metode vil blive beskrevet senere.

⁵⁶ Kaplan (1989a) definerer driftsindkomsten som nettoomsætning fratrukket vareforbrug samt salgs og marketingsomkostninger før afskrivninger, renter og skat. Driftsindkomsten viser det cash flow virksomheden har genereret før afskrivninger, renter og skat. Samtidigt indeholder regnskabsmålet ikke gevinster eller tab fra salg af divisioner og aktiver.

selve buyoutet har fundet sted er ikke medtaget da et sådant år indeholder information fra før og efter buyoutet, og kan derfor være svært at tolke. Kaplan fandt det nødvendigt at korrigere alle resultaterne for at tage højde for de generelle konjunkturer og industrielle effekter. Korrektionen sker ved trække industrimedien fra hvert enkelt af porteføljeselskabernes ændringer. Kaplan korrigerede ligeledes for køb og salg af aktiviteter i de undersøgte virksomheder. Hvis en porteføljevirkksomhed frasælger eller opkøber færre aktiviteter end industri benchmarket, vil ændringerne i driftsindkomsten blive henholdsvis under- og overvurderet. Ved at dividere driftsindkomsten med total aktiver og årlig omsætning har Kaplan korrigeret for frasalg og opkøb. Ifølge Kaplan steg driftsindkomsten divideret med hhv. aktiver og omsætning (industri-korrigeret) signifikant i årene +1, +2 og +3.

Denne metode kan dog kritiseres da man kan forestille sig en situation hvor man frasælger en aktivitet med lav rentabilitet. Dette vil medføre at driftsindkomsten divideret med aktiver eller omsætning måske vil stige uden at det reelt er pga. en effektivisering.

Kaplans konklusion var dog at bl.a. driftsindkomsten steg mere i porteføljevirksomhederne end lignende selskaber inden for samme industri. Kaplan fandt dog også at vækstraten i salget var lavere. Ser man på resultatet vedrørende driftsindkomst og salg, tyder det på at driftsmarginen i porteføljevirksomhederne forbedres i forhold til deres respektive industrier og markeder.

Ved driftsinvesteringerne fandt Kaplan, at disse blev reduceret i alle tre perioder efter buyoutet. Disse reduktioner af driftsinvesteringer kan ligeledes skyldes forskelle i frasalg og opkøb af aktiviteter mellem porteføljeselskaber og industrivirkksomheder, og kan ligeledes være med til at der sker en under- eller overvurdering af driftsinvesteringerne.

Som tidligere beskrevet, er cash flow⁵⁷ den sidste parameter som Kaplan undersøger. Kaplan definerer cash flow som driftsindkomsten minus driftsinvesteringer, og indeholder derfor ikke ændringer i virksomhedernes arbejdskapital. Kaplan ønsker med denne beslutning at komme frem til de driftsmæssige beslutningers virkning, og ikke evt. skattemæssige eller finansielle beslutninger. Kaplan fandt at ændringerne i det industri-korrigerede cash flow i perioden dækkende år -1 til år +1, +2 og +3 alle var

⁵⁷ Cash flow dækker for Kaplan "net cash flow"

signifikante. Dette passer logisk med de stigende driftsindkomster og de faldende driftsinvesteringer. Dette vil bl.a. være en indikation på en reduktion på bl.a. frynsegodeproblemet ved en effektivisering efter et buyout.

5.2.2 Corporate ownership, structure and performance (Smith 1990)

Til forskel for Kaplan (1989a) gik Abby Smith (1990) et skridt videre. Ud over de tidligere nævnte parametre ville Smith derudover undersøge arbejdskapitalens indvirkning.

Smith's undersøgelse omfattede 58 virksomheder som havde undergået et buyout og en public-to-private formation i perioden 1977 til 1986. Smith (1990) tog udgangspunkt i Kaplan (1989a), og undersøgelsen omfattede derfor mange af de samme virksomheder som er brugt i Kaplan (1989a). Smith brugt den samme analytiske fremgangsmåde som Kaplan. Dog er en forskel at Smith brugt arbejdskapitalen i forbindelse med cash flowet. Smith ændrer ligeledes undersøgelsesårene fra "-1 til +1, +2 og +3" til "-3, -2 og -1 til +1 og +2".

Smith's undersøgelse understøtter resultaterne fra Kaplans undersøgelse. Smith finder at medianen for den industrikorrigerede ændring i omsætningen, divideret med den gennemsnitlige arbejdskapital fra perioden -1 til +1 er signifikant med 19,3%. Dette skal ses i forhold til at ændringerne i forholdet mellem arbejdskapital og omsætning i årene før buyoutet er insignifikante og ubetydelige.

Udover selve arbejdskapitalen undersøgte Smith (1990) ligeledes virksomhedernes driftscyklus, lagertid, tiden til betaling af kreditorer og opkrævningstider. For perioden -1 til +1 viser der sig en signifikant ændring (industri-korrigeret) i driftscyklus, lagertid og opkrævningstid. Ligeledes steg betalingsperioden til kreditorerne med 4,1% i selvsamme periode.

Ifølge Smith's undersøgelse kan man se at en forbedret ledelse vil resultere i bl.a. en reduktion af lagertiden og opkrævningstid. Der sker en forbedring af arbejdskapitalen i porteføljevirkomhederne i forhold til andre virksomheder inden for den samme industri.

Sammenfattende for Kaplan (1989a) og Smith (1990) kommer begge disse undersøgelser frem til at en virksomhed som har gennemgået et buyout og er ejet af en kapitalfond skaber forbedringer og mere operationel værdi. Denne mer-værdi forekommer primært i form af

effektiviseringer i virksomheden, og ikke som en øget vækst. Meget tyder på i disse to undersøgelser at der forekommer en formindskning af de ledelsesmæssige agentomkostninger. Dette sker bl.a. pga. ledelsens øgede medejerskab og andre faktorer som allerede er gennemgået.

5.2.3 Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989 (Opler 1993)

En tredje undersøgelse som læner sig op af Kaplan (1989a) og Smith (1990) er en undersøgelse foretaget af Tim C. Opler. De grundlæggende performance mål er de samme, bl.a. cash flow osv. Opler undersøgte, til forskel fra Kaplan og Smith, virksomheder i slut-80'erne og ikke i begyndelsen eller midten af 1980'erne. Formålet med dette var for at teste om markedet for gode opkøbskandidater var blevet udtømt efter den første bølge af LBO'er i begyndelsen af 1980'erne. Opler hævdede ligeledes at størstedelen af de store LBO'er, fandt sted i de sene 1980'ere, hvilket gør det naturligt at teste den operationelle performance efter et LBO. I Oplers undersøgelser indgår der 42 virksomheder i perioden 1985 til 1989, som alle har undergået et buyout og en going-private transformation. 18 af disse buyouts var blandt de 20 største buyouts i hele USA i 1980'erne. Som måleforhold benyttede Opler en ændring i medianen for to perioder: -1 til +1 og -1 til +2, rundt om buyoutet.

Oplers (1993) resultater var ikke meget forskellige fra bl.a. Kaplan's (1989a) og Smith's (1990) undersøgelser. Alle undersøgelserne viser en forbedring af bl.a. cash flowet. Oplers undersøgelse understøtter endnu engang at operationelle forbedringer fører til en forbedret performance.

5.3 Danske undersøgelser

I Danmark er der ikke foretaget nogle anerkendte akademiske undersøgelser af de danske marked. Der har dog været publiceret en række forskellige analyser af kapitalfonde i Danmark.

5.3.1 Kapitalfonde i Danmark (Økonomi- og Erhvervsministeriet 2006)

Dette drejer sig bl.a. om "Kapitalfonde i Danmark" som er en undersøgelse der er foretaget af det daværende Økonomi- og Erhvervsministerium (ØE). ØE finder ligesom de internationale studier, at kapitalfondene har været i stand til at skabe en vækst i omsætningen i deres selskaber som outperformer en sammenlignelig benchmark industrigruppe. Omvendt finder ØE at der er en aftagen vækst i niveauet af driftsinvesteringer i forhold til benchmark industrigruppen.

5.3.2 En analyse af buyout-ejerskabets evne til at skabe operationelle forbedringer: Herunder empirisk regnskabsanalyse af danske buyouts foretaget i episoden 1994 – 2002 (Brønnum-Schou og Lauridsen 2004)

Undersøgelsen lavet af Brønnum-Schou og Lauridsen (2004) er en undersøgelse lavet af to finansierings studerende, og fik ryet for at være den første empiriske undersøgelse af LBO'ernes operationelle performance i Danmark. Deres undersøgelse dækker over en periode fra 1994 til 2002. Undersøgelsen tog udgangspunkt i buyoutet -3år til +5år, igen uden året hvor selve buyoutet finder sted. Brønnum-Schou og Lauridsen bruger EBITDA og operationel cash flow som måle referencer. Disse blev målt relativt til investeret kapital (CAPEX), turnovers og antallet af ansatte. I stedet for at bruge et industri indeks som benchmark valgte Brønnum-Schou og Lauridsen at lave deres egen peer-gruppe for hvert buyout.

Brønnum-Schou og Lauridsen fandt at virksomheder som havde undergået et buyout havde et positivt resultat i årene efter buyoutet. Men hvis man korrigerede med peer gruppens performance, fandt de at hverken EBTDA eller det operationelle cash flow blev forbedret signifikant, hverken på kort sigt eller på lang sigt. Ligeledes steg antallet af ansatte og investeringerne i samme periode.

Samlet set fandt de at private equity fonde på det danske marked i perioden 1994-2002 ikke var i stand til at skabe signifikante operationelle forbedringer i deres porteføljevirkksomheder.

Brønnum-Schous og Lauridsen's undersøgelse skal dog ses i forhold til deres meget begrænsede sample. Allerede i år +2 var undersøgelsesgruppen nede på under 30 observationer, og mange af de fundne resultater var ikke signifikante og ikke konsistente.

5.4 Undersøgelsesgruppe og benchmarkgruppe

Den empiriske undersøgelse vil tage udgangspunkt i de netop behandlede undersøgelser. Det skyldes som tidligere nævnt, at det derved vil være muligt at kunne drage paralleller mellem de forskellige undersøgelser.

5.4.1 Undersøgelsesgruppe

Der har været visse problemer med at opstille en undersøgelsesgruppe. Bl.a. fordi det der ikke findes klar definition af, hvad en kapitalfond er. Kapitalfonde er ikke egentlige fonde, som de kendes fra dansk ret. I Danmark er der ingen lov der specifikt omtaler kapitalfonde (eller private equity funds).⁵⁸ For det andet, er det som tidligere omtalt vigtigt at man skelner mellem investeringer i veletablerede virksomheder og ventureinvesteringer. Ventureinvesteringer vil ikke være omtalt i opgaven.

For at få defineret en kapitalfond, kan man definere den ud fra den ageren som kapitalfonden foretager. Derfor vil kapitalfond i undersøgelsesgruppe være defineret som et finansielt selskab som helt eller delvist opkøber en veletableret virksomhed, med henblik på at udøve et aktivt ejerskab for en kortere periode, for derefter at afhænde den givne virksomhed. Dette vil derfor medfører at virksomheder hvor f.eks. ATP private equity eller LD equity kun ejer en minoritet af aktierne, ikke er medtaget i datamaterialet.

Udover ovenfor nævnte kriterier, er det ligeledes en nødvendighed at virksomheden er dansk registreret og har et dansk CVR nr. Mht. CVR-numre knytter der sig et problem til fusioner mellem virksomheder inden for en kapitalfond, hvor to virksomheder lægges sammen til én under en af de tidligere virksomheders CVR-nummer. Dette vurderes dog kun at udgøre et begrænset antal virksomheder.⁵⁹

⁵⁸ Økonomi og Erhvervsministeriet: Kapitalfonde i Danmark

⁵⁹ Økonomi og Erhvervsministeriet: Kapitalfonde i Danmark

Derudover vil det ligeledes være nødvendigt for undersøgelsen at virksomheden har pligt til at offentliggøre deres årsregnskaber. Som en sidste forudsætning for at en virksomhed kan indgå i undersøgelsesgruppen, vil det ligeledes være nødvendigt at virksomheden har undergået et buyot i perioden 1995 til 2005.

5.4.1.1 Indsamling

Data er indsamlet i efteråret 2011 ud fra bl.a. kapitalfondenes egne hjemmesider.

Da undersøgelsen ønsker at besvare spørgsmål dækkende en årrække fra 1995 til 2005, har det derfor været nødvendigt ligeledes at benytte data indsamlet af andre i tidligere sammenhæng. Dette skyldes at man pga. loven ikke må udlevere årsregnskaber der går mere end 5 år tilbage. Da det kun drejer sig om rene regnskabstal, anses dette ikke for noget problem. De virksomheder der kan findes frem til, dækker dog ikke nødvendigvis det faktiske antal danske virksomheder, der er ejet af en kapitalfond. Der kan være tale om to dilemmaer. For det første kan der være tale om finansielle holdingselskaber, der ejer en eller flere virksomheder, hvor den egentlige aktivitet foregår i porteføljeselskaberne. For det andet kan der være udenlandske fondsejede virksomheder, som er moderselskaber for danske datterselskaber (disse datterselskaber vil det ikke være muligt at opspore til denne undersøgelse).

5.4.1.2 Validering

I Berlingske Nyhedsmagasin: Private equity, fandt man 87 opkøb indenfor perioden 1991-2005. Dog kan den samme virksomhed tælle for mere end et opkøb. F.eks. har Nycomed A/S været handlet tre gange indenfor perioden.

5.4.1.3 Antal virksomheder i undersøgelsesgruppen

Alt i alt vil der i denne undersøgelse indgå 76 virksomheder. Det er netop disse 76 virksomheder som opfylder de tidligere nævnte kriterier. Ved hjælp af Erhvervs- og

Selskabsstyrelsen, KOB⁶⁰, og tidligere opgaver har det dog kun været muligt at komme frem til regnskabsmateriale for 39 af de 76 virksomheder.⁶¹

5.4.2 Benchmarkgruppe

Undersøgelsen i denne opgave er ikke kun interesseret i at se om de kapitalfondsejede virksomheder har skabt operationel værdi. Undersøgelsen vil ligeledes se på om de kapitalfondsejede virksomheder er i stand til at outperforme den generelle industrielle udvikling og konjunkturer i Danmark.

Da de kapitalfondsejede virksomheder i Danmark typisk er store virksomheder uden specifikke branchetilhørsforhold, er benchmarkgruppen/referencegruppen valgt som det danske small- og midcap indeks. Ved at benytte disse to indeks, vil det være muligt at få et godt billede af den generelle industrielle udvikling i Danmark. Ydermere minder mange af disse virksomheder størrelsesmæssigt meget om virksomhederne i undersøgelsesgruppen. Dog er visse virksomheder fratrækt, da de åbenlyst ikke kunne være kandidater til et buyout. Dette kunne f.eks. være banker og meget forskningstunge virksomheder. Dette betyder at benchmarkgruppen kommer til at bestå af 69 virksomheder fra small- og midcap.⁶²

En anden mulighed som dog ikke er valgt til denne undersøgelse er at danne en branchespecifik benchmarkgruppe til hver kapitalfondsejet virksomhed. Grunden til at denne metode ikke er valgt er fordi man ved at skulle danne branchespecifikke benchmarkgrupper til hver enkel virksomhed, ville risikere at benchmarkgruppen bliver alt for lille. Dette ville bl.a. medføre at man var nødt til at medtage udenlandske virksomheder, hvilket ville være et problem i forskellen på regnskabsstandarder.

⁶⁰ Købmandsstandens Oplysnings Bureau

⁶¹ En oversigt over de virksomheder der indgår i denne undersøgelse kan findes i bilag 1

⁶² En oversigt over de virksomheder der indgår i denne benchmarkgruppe kan findes i bilag 2

De indsamlede regnskaber til benchmarkgruppen stammer fra Copenhagen Business School's egen database "Account Data". Gennem denne database har det været muligt at trække regnskaber i perioden 1992 til 2005.

5.5 Wilcoxon Signed-rank Test og Mann-Whitney

Forskelle i performance i både tids- og tværsnitsanalyser kan enten skyldes reelle forskelle i performance eller tilfældigheder. For at finde ud af om der blot er tale om tilfældige udsving, kan man benytte sig af Wilcoxon signed-rank test. Wilcoxon signed-rank test undersøger om medianen for en symmetrisk population er lig nul. Wilcoxon signed-rank test bruges ved sammenligning af to populationer med parrede observationer. Wilcoxon signed-rank test har en stor fordel i forhold til en almindelig t-test. Nemlig at en t-test kræver at forskellen mellem observationerne er normalfordelte. Wilcoxon signed-rank test, måler både på størrelsen af forskellen mellem de parrede værdier og på forskellens fortegn. Først beregnes de parvise differencer (med fortegn) mellem stikprøverne. Herefter opskrives den numeriske værdi af differencerne (dvs. differencen uden fortegn), og disse rangordnes.

Herefter lægges rangnumrene for enten de positive eller de negative differencer sammen. Dette er teststørrelsen. Hvis der er numerisk identiske differencer, skal disse have samme rang.⁶³

Forskellen (D) mellem hvert enkelt par af observationer (X_1 og X_2) udregnes ved hjælp af formlen⁶⁴ $D = X_1 - X_2$

Hypoteserne der bliver testet ved hjælp af Wilcoxon Signed-rank test er:

- H_0 : Medianen for de to populationer er ens
- H_1 : Medianen for population 1 er større eller mindre end medianen for population 2

En variation til Wilcoxon Signed-rank test er den test som vil blive benyttet i dele af opgavens undersøgelse. Denne test hedder Mann-Whitney (også kaldet Wilcoxon Rank Sum

⁶³ dvs. de skal tildeles en rang som er gennemsnittet af rangnumrene for de identiske⁶³

⁶⁴ Complete Business Statistics p.688

test). Denne bruges til at sammenligne to uparrede stikprøver. En fordel ved denne test er at det ikke er en nødvendighed at der er tale om ens antal observationer i de 2 stikprøver. Nulhypotesen siger at de to stikprøver stammer fra populationer med samme median, mens modhypotesen siger at stikprøverne stammer fra populationer med forskellig median. Observationer rangordnes og summen af observations 1's rangordning udgør værdien R_1 .

5.5.1 Beregning af test størrelsen

Det er en forudsætning for brug af Mann-Whitney-testen at der ikke findes såkaldte "ties" i stikprøverne, dvs. at der ikke findes identiske tal i de to stikprøver. Hvis antallet af "ties" er lille, kan de ignoreres.

Teststørrelsen (U) findes på følgende måde: For hvert element i den ene stikprøve, tælles hvor mange elementer i den anden stikprøve der er større. Disse antal summeres hvorved man får teststørrelsen. Acceptintervallet for et signifikansniveau på f.eks. 0,05 kan findes i Mann-Whitney tabel.⁶⁵ Hvis teststørrelsen ligger i dette interval, accepteres nul-hypotesen; i modsat fald forkastes den.

Der findes alternative måder såsom $U = n_1 \cdot n_2 + \frac{n_1(n_1+1)}{2} - R_1$ til at beregne en teststørrelse på, som dog giver samme konklusion som ovennævnte.

5.6 Hypotese

Formålet med hele opgaven, er at undersøge om virksomheder der har undergået et buyout, er i stand til at skabe operationelle forbedringer og om de klarer sig bedre end resten af industrien. Dette er interessant at vurdere, netop for at se om de kapitalfondsejede virksomheder, kan komme bedre ud af en krise end resten af industrien. Ud fra de tidligere afsnit vil man kunne konkludere at kapitalfondsejede virksomheder, performer bedre end andre ejerskabs former. Dette sker både på baggrund af de

⁶⁵ I udregningerne er der benyttet et plug-in modul til Excel fra Analyse It.

agentteoretiske konklusioner, men også på baggrund af de tidligere internationale undersøgelser.

Undersøgelsen vil herefter tage udgangspunkt i to hypoteser:

- H_1 : Danske virksomheder som er kommet under kapitalfondsejerskab, er i stand til at skabe forbedrede driftsmæssige resultater i undersøgelsesperioden.
- H_2 : Danske virksomheder som er kommet under kapitalfondsejerskab, er i stand til at skabe driftsmæssige forbedringer der out-performer resten af industrien i undersøgelsesperioden.

5.7 Analysemål

Det vil være nødvendigt med nogle klare mål, for at kunne vurdere om et kapitalfondsejerskab, har skabt forbedringer i porteføljevirkomheden. Disse mål vil være baserede på regnskab- og cash flow mål. Formålet med at bruge to slags mål, er at de skal underbygge hinanden. Ved regnskabs mål risikerer man, at der er sket ændringer i regnskabsmetoden undervejs, Det vil også være en mulighed, at der er blevet manipuleret med regnskabet fra begge parter side. F.eks. hænger ledelsens bonus ofte sammen med resultaterne i regnskabet. Ved at bruge cash flow mål, skulle man gerne undgå nogle af disse regnskabs problemer. Cash flow målet er uafhængig af regnskabspraksis og vil derfor være med til at fange eventuelle under- og overdrivelser. Det store problem med cash flow mål, er at de er meget ustabile over tid.

Ved at benytte begge mål, vil det kompensere for gode og dårlige sider.

5.7.1 Regnskabsmål

De regnskabsmål der vil blive brugt for at vurdere om et kapitalfondsejerskab har været med til at skabe operationelle forbedringer, vil være mål som primært knytter sig til driften Dette er bl.a. EBIT⁶⁶ og EBITDA⁶⁷. Ved at bruge disse mål, vil f.eks. skatte effekten ikke spille ind. EBITDA er det mål som er mindst påvirkeligt, da EBIT vil lade sig påvirke meget af

⁶⁶ Earnings before interest and taxes

⁶⁷ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation

virksomhedens regnskabspraksis og afskrivningsmetoder. EBITDA vil være et mål før som ikke påvirkes af virksomhedens kapital og finansierings struktur, og viser derfor ledelses evner til at skabe operationelle forbedringer. Man ser ofte at EBITDA vil være foretrukket som multipel ved en værdiansættelse. Derfor vil det også være relevant for virksomheden at kunne forbedre dette mål, med henblik på en exit.

5.7.2 Cash flow mål

Som cash flow mål bruges det operationelle cash flow fra driftsaktiviteten.⁶⁸ Dette viser de pengestrømme som stammer fra driften. Derudover er der set bort fra Kaplan's (1989a) hvor der medtages ændringer i investeringsaktiviteterne. Derudover vil skat og finansielle poster er heller ikke være medtaget. Det sker for at den høje gældsandel ikke påvirker målet. Ved at bruge det driftsmæssige cash flow vil man få et godt indtryk af den generelle værdiskabelse i virksomheden.

5.7.3 Andre forhold

Det vil også være interessant at kigge på investeringsprofilerne og aktiviteten i virksomhederne. Ofte vil investeringer i materielle aktiver falde pga. en mere effektiv investeringsstrategi. Hvis investeringsniveauet falder, kan det ses som et tegn på at ledelsen fravælger investeringer med en høj risiko.

Det vil ligeledes være relevant at kigge på forbedringerne af arbejdskapitalen. Hvis man forbedrer arbejdskapitalen, vil man være i stand til at skabe øgede effektiviseringer i driften. Under arbejdskapital hører bl.a. varelageret, varedebitorer og varekreditorer.

5.7.4 Nøgletal

Mere traditionelt, vil det også være relevant at kigge på afkastningsgraden som siger noget om virksomhedens rentabilitet. Afkastningsgraden findes ved at sætte virksomhedernes

⁶⁸ Dette defineres som EBITDA plus ændringer i arbejdskapitalen (som defineres som varelager + varedebitorer – varekreditorer).

driftsresultat, før finansielle omkostninger og skat, i forhold til den investerede kapital.⁶⁹ Ved hjælp af DuPont-pyramiden vil man kunne lave en systematisk dekomponering af afkastningsgraden. Resultatet er at man får afkastningsgraden som et produkt af aktivernes omsætningshastighed og overskudsgrad.

Afkastningsgraden skal være med til at vise om ledelsen har været i stand til at generere overskud af virksomhedens aktiver.

Ved at dividere EBITDA og det operationelle cash flow med den investerede kapital, vil man kunne måle virksomhedens afkastningsgrad.

Vælger virksomheden at frasælge forretningsområder inden regnskabsafslutning, vil dette dog give problemer da det derved ikke indgår i balancen, mens den genererede omsætning fortsat vil indgå i EBITDA.

Der vil også blive kigget på omsætningshastigheden for aktiver.⁷⁰ Ved at gøre dette, vil det være muligt at se hvor effektiv en virksomhed har været til at udnytte den investerede kapital.

Samlet set vil der i undersøgelsen blive brugt 12 forskellige regnskabsmål. Disse er listet i Tabel 2:

⁶⁹ Investeret kapital = egenkapital + minoritets interesser + hensættelser + ansvarlig lånekapital + nettorentebærende gæld

⁷⁰ udtrykker hvor mange gange de samlede aktiver bliver omsat i løbet af regnskabsperioden. Den omsætning som hver investeret krone generere.

Mål:
Omsætning
EBITDA
CAPEX
Operationelt cash flow
EBITDA/investeret kapital
Operationelt cash flow/investeret kapital
EBITDA/omsætning
Operationelt cash flow/omsætning
Omsætning/aktiver
Omsætning/varekreditorer
Omsætning/varelager
Omsætning/varedebitorer

Tabel 2 - Anvendte regnskabsmål i undersøgelsen

5.7.5 Metode til beregning af vækst i de kapitalfondsejede virksomheder

Metoden vil ligge sig tæt op af de tidligere internationale undersøgelser der har været foretaget.

Der vil ikke blive medtaget data fra selve det år hvor buyoutet har fundet sted, da dette år omfatter data fra før og efter buyoutet, hvilket kan forstyrre resultatet. Året hvor buyoutet foregår vil blive kaldt år 0, året før buyoutet vil blive kaldt år -1, derefter år -2, -3 osv. Omvendt vil årene efter buyoutet blive kaldt +1, +2, +3 osv. Perioden -2 til -1 vil altid være brugt for at kunne vurdere om virksomhederne før et buyout var i stand til at lave signifikante resultater. For at få en retvisende udvikling, og ikke blot den generelle udvikling i markedet, vil det være nødvendigt at industrikorrigere. Korrektionen sker ved at man fratrækker den procentvise udvikling for de forskellige rentabilitetsmål for benchmarkgruppen, fra samme mål i hvert af virksomhederne i undersøgelsesgruppen. Ved

at benytte en kombination af en tidsserie- og tværsnitsanalyse kan man teste på forskellen mellem de kapitalfondsejede virksomheder og resten af industrien.

Der vil ikke være foretaget nogle regnskabskorrektioner for benchmarkgruppen, da det ikke har været muligt at fremskaffe noter til regnskaberne. Data for benchmarkgruppen er hentet fra Account Data som ikke vedlægger noter. For undersøgelsesgruppen har det været nødvendigt at reklassificere visse regnskaber.

5.8 Tidsserie- og tværsnitsanalyse

En tidsserieanalyse viser udviklingen indenfor en bestemt periode, og vil identificere hvis der er sket ændringer i en sekvens af observationer. Derudover vil en tidsserieanalyse også kunne bruges som et middel til at sige noget om fremtiden. Den interessante periode i denne sammenhæng er 1995-2005.

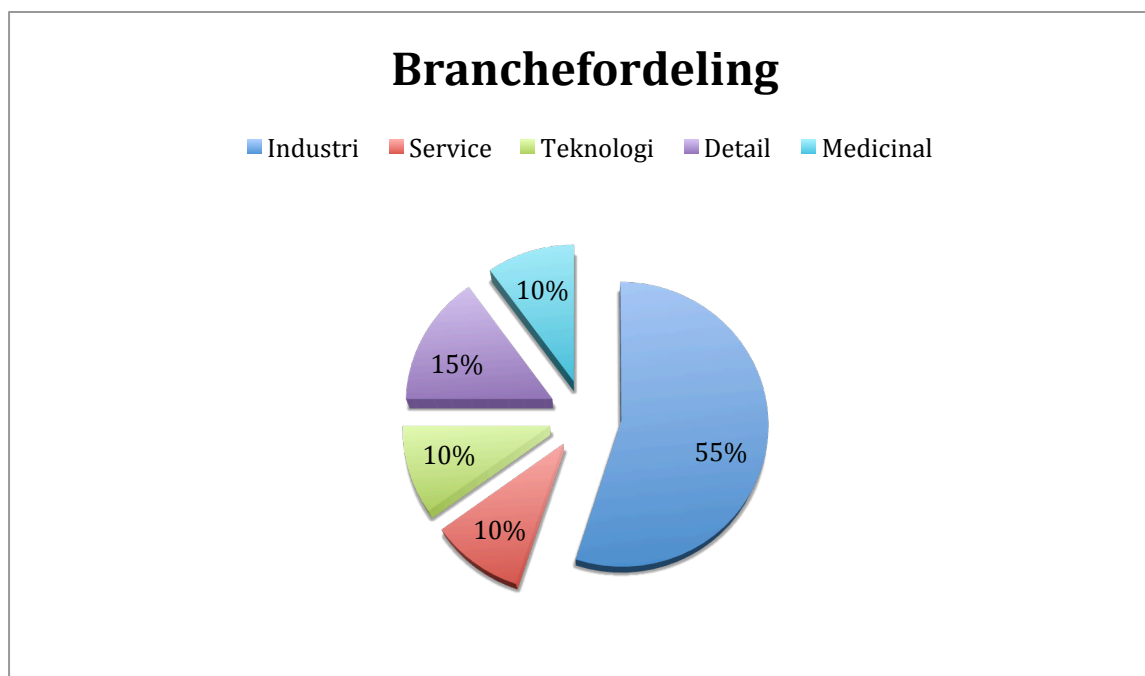
Man skal være specielt opmærksom på de ændringer som virksomhederne foretager henover den observerede periode.⁷¹ Det er naturligvis vigtigt at f.eks. indtjeningen opgøres på samme måde igennem hele perioden, så eventuelle forbedringer af resultatet ikke blot skyldes ny regnskabspraksis.

Tværsnitsanalysen burde ikke give yderligere problemer, da en eventuel trend burde afspejle sig i begge serier.

5.9 Resultater

Over halvdelen af undersøgelsesgruppen består af virksomheder der befinder sig i industrisektoren. Den sidste del udgøres af detail-, medicinal-, teknologi- og servicesektoren, som fordeler sig nogenlunde ligeligt. Dette svarer godt til teorien, som netop fandt at de bedste opkøbskandidater fandtes i industrisektoren.

⁷¹ F.eks. ændring af regnskabspraksis



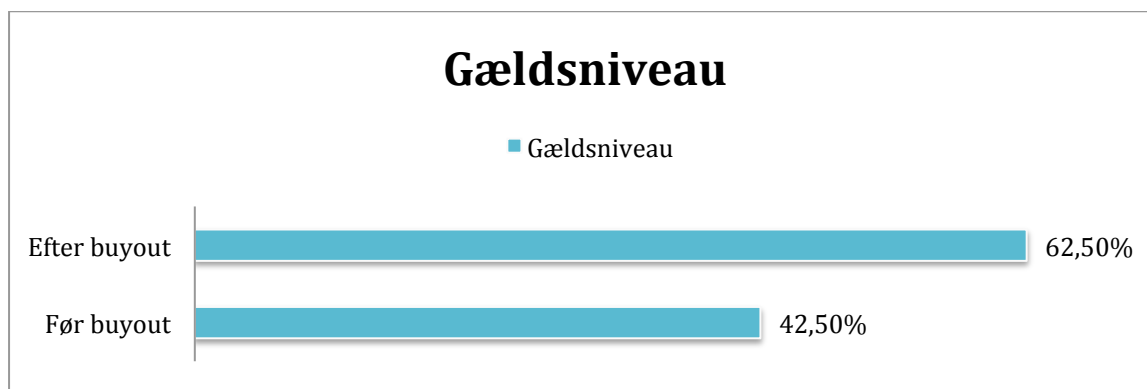
Figur 12- Fordelingen af brancher i undersøgelsesgruppen

I 57% af opkøbene har der været foretaget udskiftning af ledelsen. Ved at kapitalfondene indsætter en ny ledelse som er sammensæt efter egne ønsker, får fonden bedre mulighed for at kunne udøve et aktivt ejerskab. I 43% af opkøbene, er den gamle ledelse blevet siddende.

Det har tidligere være troet at det er store internationale kapitalfonde som opkøber i Danmark. Dette har dog vist sig ikke at være tilfældet, da 79% af opkøbene i undersøgelsesgruppen har været foretaget af nordiske kapitalfonde. Det er altså kun i 21% af tilfældene at det har været en international kapitalfond der har været indblandet.

Ejerskabsformen før et buyout har vist sig ikke at spille nogen rolle. Forskellen på om der var spredt- eller koncentreret-ejerskab før et buyout er minimal. I undersøgelsesgruppen havde 55% af virksomhederne før buyoutet et spredt ejerskab.

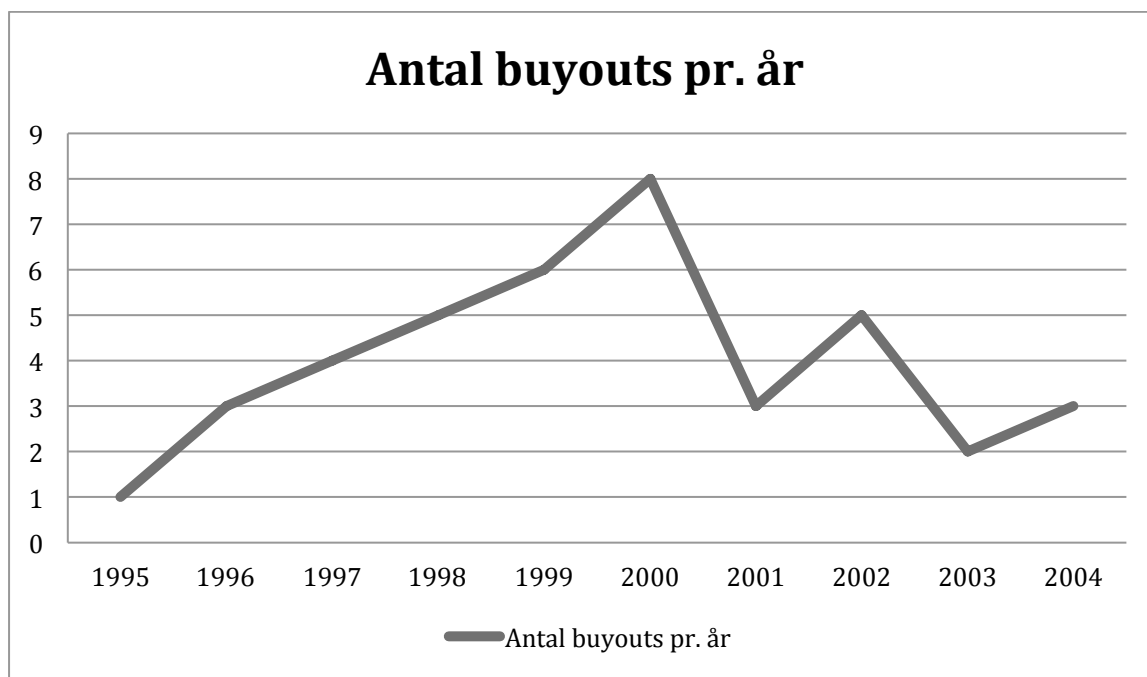
Gældsniveauet har som tidligere beskrevet en stor rolle ved et LBO. Man kan se en udvikling fra at gældsniveauet før et buyout lå på ca. 40% til efter at ligge på ca. 60%.



Figur 13 – Gældsniveauet før og efter et buyout

Resultatet viser at virksomhederne bliver væsentligt højere gearede efter et buyout. Dette har som tidligere beskrevet sine fordele og ulemper.

Som tidligere vist i Figur 3 på side 25 sker en stor del af opkøbene omkring årtusindeskiftet. Dette gør sig også gældende for undersøgelses gruppen, at de fleste handler er sket omkring årtusindeskiftet.



Figur 14 - Antal kapitalfondsopkøb af danske virksomheder. Kilde: Egen tilvirkning

Den økonomiske situation på netop denne årrække afspejler nogenlunde de tendenser der er i den danske økonomi i dag. Ved hjælp af den industrikorrigeret som er foretaget i undersøgelsen, vil man med rimelig grund kunne sige noget om situationen i dag, og den kommende tid.

5.9.1 Omsætningens udvikling

Der har generelt været en positiv udvikling af omsætningen for porteføljevirksomhederne efter buyoutet.

Tabel 3– Omsætningens udvikling

Nettoomsætning	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4	Fra -1 til +5
Antal observationer	N = 37	N = 39	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	9% ^a	22% ^a	31% ^a	35% ^a	31% ^a	42% ^a
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	1%	7%^b	11%^b	6%	1%	-13%

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01, 0,05 og 0,10

Som vist i Tabel 3 kan man se at der sket signifikante stigninger af omsætningen inden for de første år efter buyoutet. Denne udvikling gør sig ligeledes gældende når man industrikorrigerer. Her ses forbedringer i omsætningen der signifikant overgår benchmarkgruppen i årene +1 og +2. År +5 er det den eneste tidsrække hvor porteføljevirksomhederne ikke outperformer benchmarkgruppen.

Teoretisk set ville man ikke forvente en udvikling i omsætningen. Dette kunne signalere at de kapitalfondsejede virksomheder ikke kun fokuserede på at effektivisere og derved øge driftsindkomsten, men også har fokus på at skabe vækst, f.eks. gennem "Buy and build".

5.9.2 Driftsinvesteringernes udvikling

Som man kan se ud fra Tabel 4, kan den øgede omsætning hænge sammen med forøgelsen af driftsinvesteringerne.

Tabel 4– Driftsinvesteringernes udvikling

	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4	Fra -1 til +5
CAPEX						
Antal observationer	N = 38	N = 40	N = 36	N = 28	N = 24	N = 15
Procentvis ændring	-8%	37% ^c	63% ^b	29% ^b	-15%	-1%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-13%	23%	82%^b	33%^b	0%	26%
CAPEX / nettoomsætning						
Antal observationer	N = 37	N = 39	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	-21%	0%	0%	12%	-24%	-34%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-12%	7%	34%^b	40%^b	-9%	20%
CAPEX / investeret Kapital						
Antal observationer	N = 37	N = 39	N = 34	N = 27	N = 22	N = 14
Procentvis ændring	-30%	-28%	-26%	-24%	-52%	-64% ^c
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-25%	-9%	5%	7%	-18%	-16%

Ud fra Tabel 4, kan man se at der virkelig er sket en signifikant udvikling af CAPEX i årene +1, +2 og +3, det samme gør sig ligeledes gældende efter at der er blevet industrikorrigeret, her er årene +2 og +3 signifikante. Der sker dog et fald i CAPEX i +4 og +5. Disse er dog ikke større end at benchmarkgruppen har et endnu større fald. Dette tyder altså at porteføljevirkomhederne i undersøgelsesgruppen har investeret flere midler end resten af industrien. Muligvis har kapitalfondene haft nogle langsigtede vækststrategier, som påvirker resultaterne i resultaterne årene efter et buyout. Det må dog være forventeligt at der vil ske et fald i disse investeringer, da man ofte ser at kapitalfonde vælger at frasælge urentable divisioner. Som tidligere nævnt skyldes dette at man ønsker at styrke hovedfokus og kompetencer og samtidigt ønsker man at styrke likviditeten.

Dividerer man CAPEX med nettoomsætningen eller med den investerede kapital vil man se at de relative mål ikke udvikler sig på samme måde. I +4 og +5 kan man ligefrem se en negativ udvikling, sammenholdt med benchmarkgruppen.

Dette tyder på at de kapitalfondsejede virksomheder har været bedre til efter et par år at udnytte sine driftsaktiver bedre og mere effektivt, hvilket stemmer godt overens med teorien, netop fordi virksomhederne i mindre grad investerer i projekter med en meget høj risiko.

De fundne resultater stemmer kun delvist overens med Økonomi- og erhvervsministeriets undersøgelse fra 2006, da man i deres undersøgelse fandt at porteføljevirkomhederne investerede mindre end industrien og benchmarkgruppen.

5.9.3 Det operationelle cash flows udvikling

Tabel 5 – Det operationelle cash flows udvikling

Cash flow	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4	Fra -1 til +5
Antal observationer	N = 35	N = 40	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	13% ^c	12%	-2%	28%	27% ^c	31%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	3%	-11%	-6%	25%	7%	28%
Cash flow / nettoomsætning						
Antal observationer	N = 34	N = 39	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	10%	-18%	-39%	14%	5%	-27%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	9%	-21%	-24%	17%	15%	1%
Cash flow / investeret kapital						
Antal observationer	N = 35	N = 39	N = 34	N = 27	N = 22	N = 14
Procentvis ændring	-22%	-24%	-51%	-45%	-9%	-30%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-18%	-33%	-41%	-15%	15%	-22%

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01 0,05 og 0,10

Det operationelle cash flow er et produkt af driftsindkomsten + / - ændringer i arbejdskapitalen, og er vigtig set i sammenhæng med, at det tidligere blev vist at der sker en forøgelse af gældsniveauet efter et opkøb, som kræver en servicering af den højere gæld og

de renter ol. der følger med. Det er også i det operationelle cash flow hvor der skal findes midler til evt. nye investeringstiltag.

Op til et buyout ser man at virksomhederne har haft et bedre cash flow end benchmarkgruppen. Dette stemmer godt overens med de gennemgåede kriterier for en god opkøbskandidat. Efter buyoutet er cash flowet før industrikorrektion generelt stigende, men der kan ikke ses en generel signifikant trend i cash flowet efter buyoutet. Det skal særligt bemærkes at der i +1 og +2 ses et fald i det operationelle cash flow efter der er blevet industrikorrigeret. Dette retter sig dog op i de følgende perioder.

Jf. Kaplan (1989) sker der i hans undersøgelse en stigning i cash flowet set i forhold til investeret kapital og EBITDA. Ifølge hans resultater sker der endda en signifikant stigning i udviklingen af cash flowet i forhold til EBITDA og investeret kapital. Dette stemmer ikke overens med denne undersøgelses fundne resultater. Her ses klart en negativ tendens både i det korrigerede og i det ikke korrigerede.⁷²

5.9.4 Omsætningshastigheden for arbejdskapitalens udvikling

Ved at kigge arbejdskapitalen og dennes omsætningshastighed, kan man finde en forklaring på det operationelle cash flow. Som tidligere beskrevet har det været en ikke signifikant udvikling af det operationelle cash flow, og det er derfor relevant at kigge på varelagre, varedebitorer og varekreditorer.

En reduktion af varelagre og varedebitorer vil være med til at øge cash flowet og vil kunne få virksomheden til at se mere effektiv ud. Det interessante er at se hvordan omsætningen udvikler sig i forhold til varelagre, varedebitorer og varekreditorer. Ved en høj omsætningshastighed vil det betyde at ledelsen er blevet bedre til at få penge ind og bedre til at holde på pengene i virksomheden.

⁷² Kaplan (1989) har ikke har brugt samme opgørelsesmetode for cash flow. Kaplan (1989) benytter EBITDA – ændringer i driftsinvesteringerne.

Tabel 6 - Udvikling i arbejdskapitalens omsætningshastighed

	Far	Fra	Fra	Fra	Fra	Fra
Omsætning / varelagre	-2 til -1	-1 til +1	-1 til +2	-1 til +3	-1 til +4	-1 til +5
Antal observationer	N = 33	N = 36	N = 32	N = 25	N = 20	N = 14
Procentvis ændring	5%	-2%	3%	2%	5%	5%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	2%	-7%	0%	3%	2%	3%
Omsætning/ varedebitorer						
Antal observationer	N = 36	N = 38	N = 34	N = 27	N = 22	N = 14
Procentvis ændring	0%	0%	-1%	-9%	-7%	-7%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	3%	3%	6%	-1%	-2%	-6%
Omsætning/ varekreditorer						
Antal observationer	N = 36	N = 36	N = 34	N = 27	N = 22	N = 14
Procentvis ændring	16% ^b	-13% ^c	-13%	-1%	1%	-8%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	7%^c	-11%	-11%	-2%	-8%	-18%

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01 0,05 og 0,10

Man kan se en tendens til at omsætningen i forhold til varelagrene er blevet forbedret i stort set hele den observerede perioden, med undtagelse af +1. Undersøgelsen viser ligeledes at der før buyoutet var en positiv trend. Derfor ser det ikke umiddelbart ud til at et kapitalfondsejerskab har forbedret omsætning/varelagre betydeligt. Tendenserne kan dog ikke siges at være signifikante, hverken før eller efter buyoutet eller før eller efter industrikorrektion. Trenden kan dog tolkes som at virksomheden er blevet bedre til at tilpasse vareforbrug i forhold til omsætningen, og muligvis også har optimeret produktionstiderne, så det nu ikke er nødvendigt at have så mange vare på faste lagre.

Der er ligeledes ingen signifikante beviser der peger på at virksomhederne har fået bedre styr på varedebitorerne efter et buyout. Dette er dog i modstrid med teorien og den undersøgelse der blev foretaget af Smith (1990). Hendes undersøgelse påpeger at der findes signifikante beviser på at der sker forbedringer i forhold til vare debitorerne.

Det ser dog anderledes ud når det kommer til udviklingen i varekreditorerne. Her vil et fald umiddelbart være til virksomhedens fordel, da man derved kan beholde mere likviditet i

virksomheden længere, og derved øge likviditeten. Undersøgelsen viser at der her klart er en positiv udvikling for virksomheden, forstået på den måde at der er tale om signifikante fald i nøgletallet. For hele perioden kan der ikke siges noget signifikant, selvom der forekommer signifikante tilfælde, bl.a. i +1, +2 og +5. Denne udvikling stemmer fint overens med Smith (1990), dog var ingen af hendes resultater signifikante.

5.9.5 Driftsindkomstens udvikling

EBITDA må anses som et vigtigt mål, og i endnu højere grad vil EBITDA-margin⁷³ være yderst vigtigt at kigge på, da man her kan få et klart indtryk, af om virksomheden har været i stand til at forbedre og effektivisere driften efter et buyout.

I undersøgelsesgruppen kan man se en forbedring af EBITDA. Dette gælder både før og efter at der er industrikorrigeret.

EBITDA-margin har en udvikling som går op og ned. Det kan ikke siges at der er en signifikant udvikling. Det lader ikke til at teorien i dette tilfælde stemmer overens med virkeligheden i undersøgelsesperioden. Det kan derfor ikke ud fra EBITDA-marginen konkluderes at et kapitalfondsejerskab og buyout, fører til en bedre udvikling i forhold til andre ejerskabsformer. Umiddelbart ser det ud til at et kapitalfondsejerskab vil være nogenlunde sidestillet med andre mere traditionelle ejerskabsformer i forhold til performance.

I modsætning til dette resultat, fandt Kaplan (1989a) at drifts-marginen blev signifikant forbedret i alle undersøgelsens perioder.

Set i forhold til den investerede kapital, findes der heller ikke her tegn på signifikante forbedringer. Det tyder altså på at de kapitalfondsejede virksomheder ikke har været i stand til at forrente virksomhedernes kapital bedre end benchmarkgruppen.

⁷³ EBITDA i forhold til omsætningen

Tabel 7 – Driftsindkomstens udvikling

	Fra	Fra	Fra	Fra	Fra	Fra
EBITDA	-2 til -1	-1 til +1	-1 til +2	-1 til +3	-1 til +4	-1 til +5
Antal observationer	N = 38	N = 40	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	16% ^b	38% ^a	25% ^a	52% ^a	9%	45% ^a
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	8%	23%	17%	45%^b	-5%	27%
EBITDA / nettoomsætning						
Antal observationer	N = 37	N = 39	N = 35	N = 28	N = 23	N = 14
Procentvis ændring	2%	-11%	-12%	5%	-9%	-13%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	4%	-6%	-1%	21%	0%	-6%
EBITDA / investeret kapital						
Antal observationer	N = 37	N = 39	N = 34	N = 27	N = 22	N = 14
Procentvis ændring	6%	-33%	-35% ^b	-40%	-49%	-31%
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	2%	-32%	-17%	-24%	-17%	6%

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01 0,05 og 0,10

5.10 Delkonklusion

Ud fra de netop gennemgåede tal har der været kigget på hvordan de kapitalfondsejede virksomheder i undersøgelsesgruppen har klaret sig i forhold til benchmarkgruppen. Der har været set på om det har været muligt for dem at skabe nogle operationelle forbedringer.

Der kan dog ikke umiddelbart påvises en signifikant forbedring i undersøgelsesperioden. Overordnet vil operationelle forbedringer give udslag i EBITDA / omsætning, og her ses der ikke nogen signifikant positiv trend for de kapitalfondsejede virksomheder. I flere tilfælde er EBITDA-marginen endda dårligere end benchmarkgruppen, hvilket klart er i modstrid med forventningen.

Det skal dog dertil siges at der tegner sig en udvikling af at de kapitalfondsejede virksomheder har været i stand til at skabe forøget vækst i omsætningen.

Set på nogle af de mere grundlæggende elementer i den operationelle drift, har det heller ikke her været muligt at få bevis for at et kapitalfondsejerskab skulle være med til at forbedre effektiviteten mht. varelagre, varedebitorer og varekreditorer.

Det har derfor været nødvendigt at konkludere at hypotese H_1 ikke kan bekræftes med signifikante resultater, og at H_2 skal forkastes. Dette betyder altså at det ikke ser ud til at et kapitalfondsejerskab umiddelbart er bedre end en anden ejerskabsform.

Det kan dog skyldes at de kapitalfondsejede virksomheder muligvis ikke har fulgt den normale arbejdsproces, som man normalt ellers vil se i en kapitalfond i udlandet. Dette er bl.a. fordi at investeringsniveauet for driftsinvesteringerne ikke er blevet sænket. Muligvis har ledelsen ikke fået frasolgt unødvendige aktiviteter og ikke fået fokuseret ordenligt på kerneforretningen.

De øgede investeringer, kan skyldes at kapitalfondene i Danmark arbejder på en anden måde end resten. De danske kapitalfonde fokuserer muligvis mere på virksomhedens fremtidige cash flows mhp. et fremtidigt salg.

Forretningsverdenen er i dag også mere effektiv end den var i 1980'erne og start 90'erne. Derfor kan det med mere og mere professionelt drevne virksomheder, blive mere og mere vanskeligt at finde virksomheder som evt. lider under høje agentomkostninger pga. dårligt lederskab.

5.11 Opdeling af undersøgelsesgruppen

For muligvis at komme mere i dybden med de bagvedliggende faktorer og for at få et bedre overblik over om alle kapitalfondsejede virksomheder opfører sig ens, vil det være nødvendigt at undersøge flere forskellige segmenteringer. I det kommende vil der bl.a. blive gennemgået betydningen for spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab og den "bedste" halvdel vs. den "dårligste" halvdel.

5.11.1 Spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab

Det er interessant at se på denne kombination, da der i teoridelen har været hævdet at der ved et traditionelt spredt ejerskab, ikke har været incitamenter nok for ledelsen til at nytte- og profitmaksimere. Ligeledes har der været en del agentomkostninger forbundet med den monitorering der har været i forbindelse med at ledelsen og ejerne ikke nødvendigvis altid har samme interesser. Derfor vil der i virksomheder med spredt ejerskab, teoretisk set, kunne skabes operationel værdi.

Deler man undersøgelsesgruppen op i forhold til deres tidligere ejerskab, ender man med 2 grupper hvor koncentreret ejerskab består af 18 virksomheder og spredt ejerskab består af 21 virksomheder. Der vil ikke være observationer fra +5, da populationen vil være for lille pga. exits.

Tabel 8 Resultater for spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab

Omsætningens udvikling					
	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4
Nettoomsætning					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 17	N = 18	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	3%	8% ^c	3%	41% ^c	1%
Spredt ejerskab					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	1%	1%	14% ^b	-4%	1%
Forskellens signifikansniveau	0,56	0,66	0,54	0,76	0,19
Driftsinvesteringernes udvikling					
	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4
CAPEX					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 18	N = 19	N = 17	N = 15	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-15%	2%	90% ^b	7%	104%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-8%	49% ^c	31%	59% ^c	-68%
Forskellens signifikansniveau	0,95	0,9	0,2	0,42	0,53
CAPEX / Nettoomsætning					

<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 17	N = 18	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-13%	-9%	64% ^b	29%	34%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-5%	42%	5%	70% ^c	-32%
Forskellens signifikansniveau	1	0,58	0,2	0,26	0,46
CAPEX / Investeret Kapital					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 17	N = 18	N = 15	N = 14	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-32%	-40%	-32%	-22%	-12%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-3%	32%	13%	61% ^b	-46%
Forskellens signifikansniveau	0,92	0,17	0,09	0,73	0,11
Det operationelle cash flows udvikling					
	Fra	Fra	Fra	Fra	Fra
Cash flow	-2 til -1	-1 til +1	-1 til +2	-1 til +3	-1 til +4
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 15	N = 19	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-7%	-57%	-18%	32%	63%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	13%	65%	65% ^b	-1%	-8%
Forskellens signifikansniveau	0,38	0,73	0,34	0,13	0,94
Cash flow/nettoomsætning					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 14	N = 18	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-15%	-45%	-27%	-45%	-11%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-13%	4%	9%	-33%	-17%
Forskellens signifikansniveau	0,3	0,77	0,3	0,06	0,53
Cash flow / investeret Kapital					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 15	N = 18	N = 15	N = 14	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-11%	-60% ^c	-90% ^c	-42%	-30%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-11%	-17%	6%	-31%	-16%
Forskellens signifikansniveau	0,48	0,35	0,3	0,04	0,44

Udviklingen i arbejdskapitalens omsætningshastigheder

	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4
Omsætning / Varelagre					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 14	N = 16	N = 14	N = 13	N = 9
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	3%	-25% ^b	-19%	-7%	-9%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 19	N = 20	N = 18	N = 12	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	0%	8%	9%	3%	8%
Forskellens signifikansniveau	0,35	0,63	0,04	0,05	0,41
Omsætning/Tilgodehavender					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 16	N = 17	N = 15	N = 14	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	4%	2%	-20%	-18%	-11%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	2%	4%	9%	5%	-2%
Forskellens signifikansniveau	0,3	0,67	0,89	0,06	0,25
Omsætning / Kreditorer					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 16	N = 17	N = 15	N = 14	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	11%	-10%	13%	7%	-3%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 19	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	5%	-14% ^c	-18% ^c	-3%	-12%
Forskellens signifikansniveau	1	0,94	0,64	0,61	0,5
Driftsindkomstens udvikling					
	Fra -2 til -1	Fra -1 til +1	Fra -1 til +2	Fra -1 til +3	Fra -1 til +4
EBITDA					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 18	N = 19	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	13% ^b	4%	10%	45% ^c	-20%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	2%	28%	37%	57%	11%
Forskellens signifikansniveau	0,05	0,09	0,28	0,42	0,78
EBITDA/ Nettoomsætning					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					

Antal observationer	N = 17	N = 18	N = 16	N = 15	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	8%	-17%	-6%	21%	9%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	2%	-6%	2%	15%	-8%
Forskellens signifikansniveau	0,38	0,24	0,36	0,94	0,6
EBITDA/Investeret Kapital					
<i>Koncentreret ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 17	N = 18	N = 15	N = 14	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-4%	-49% ^b	-49% ^a	-42%	-31%
<i>Spredt ejerskab</i>					
Antal observationer	N = 20	N = 21	N = 19	N = 13	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	4%	-2%	1%	7%	-13%
Forskellens signifikansniveau	0,43	0,71	0,06	0,08	0,27

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01 0,05 og 0,10

5.11.1.1 Omsætningens udvikling

Umiddelbart virker det til at nettoomsætningens udvikling er mere positiv for de kapitalfondsejede virksomheder med tidligere koncentreret ejerskab. Denne forskel er dog ikke signifikant, og det er derved svært at sige noget endegyldigt om forskellen på spredt- vs. koncentreret ejerskab. Denne bedre udvikling kan f.eks. skyldes at virksomhederne nu er blevet mere villige til at investere i mere eller mindre risikable projekter.

5.11.1.2 Driftsinvesteringernes udvikling

Som tidligere fundet, var driftsinvesteringerne højere for de kapitalfondsejede virksomheder end for benchmarkgruppen.

Dette passer godt med den samlede udvikling for den overordnede undersøgelse. Det er med til at støtte at ingen af disse to segmenter vil være i stand til signifikant at performe bedre end den industrielle udvikling, og ingen af de to grupper er i stand til at performe bedre end den anden.

5.11.1.3 Det operationelle cash flows udvikling

Set overordnet er trenden for de to forskellige grupper, den samme som i det overordnede udvikling for det operationelle cash flow.

5.11.1.4 Udviklingen af arbejdskapitalens omsætningshastigheder

Som man kan se ud fra Tabel 8, kan man se at de virksomheder som tidligere havde et koncentreret ejerskab, har været dårligere til at forbedre omsætningshastighederne i forhold til de virksomheder der tidligere havde spredt ejerskab.

Hvor virksomhederne med det tidligere koncentrerede ejerskab har en forværring af omsætningshastigheden i forhold til varelagrene, kan man se en lille forbedring for de virksomheder som tidligere havde spredt ejerskab. Fremgangen er dog for undersøgelsesperioden ikke signifikant på nær i +2 og +3. Det samme gør sig gældende når man ser på omsætningshastigheden for varedebitorer. Det skal dog bemærkes at benchmarkgruppen performer bedre i slutningen af undersøgelsesperioden. Samlet ses der et fald i det spredte ejerskabs forhold mellem omsætning og kreditorer. På dette punkt ses man en svag bedre performance af virksomhederne med tidligere koncentreret ejerskab. Denne er dog ikke signifikant. Det ligner dog at de virksomheder som tidligere havde et spredt ejerskab har forbedret sine omsætningshastigheder bedre i forhold til de tidligere koncentrerede ejerskab.

5.11.1.5 Driftsindkomstens udvikling

Der ses ikke nogen signifikant forbedring af EBITDA-marginen. Hvilket ikke følger teorien, da man her må forvente en klar forbedring af de virksomheder med tidligere spredt ejerskab.

Afkastningsgraden viser til gengæld nogle signifikante tilfælde. Bl.a. i +2 og +3. Dette viser en forskel på de to grupperes evne til at forrente den investerede kapital. Her ses igen at de virksomheder der tidligere har haft spredt ejerskab, klarer sig bedre end den anden gruppe.

5.11.2 Den bedste halvdel vs. den dårligste

Den bedste halvdel⁷⁴ er defineret som den halvdel af undersøgelsesgruppen der har den største stigning i EBITDA-marginen fra -1 til +3.

Ved at segmentere på denne måde, vil man bl.a. kunne erfare om den bedste halvdel performance, eventuelt er trukket signifikant ned af den dårligste halvdel.⁷⁵ Den bedste halvdel består i dette tilfælde af 14 virksomheder, hvorfor de næste 14 virksomheder vil være defineret som bunden. Dette skyldes at de resterende virksomheder fra undersøgelsesgruppen⁷⁶ ikke oplyser tilstrækkeligt med data. Man skal derfor være påpasselig med at sammenligne undersøgelserne: "toppen vs. bunden" mod de andre undersøgelser, da der her er tale om 2 forskellige størrelser undersøgelsesgrupper.

De to grupper minder meget om hinanden. Halvdelen af begge grupper har haft koncentreret ejerskab, branchefordelingen er meget ens og mht. exits er der også her en stor lighed mellem de to grupper.

Tabel 9 Resultater for den bedste halvdel vs. den dårligste halvdel

Driftsindkomstens udvikling				
	Fra	Fra	Fra	Fra
EBITDA	-1 til +1	-1 til +2	-1 til +3	-1 til +4
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	66% ^b	42% ^a	185% ^a	182% ^b
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-27%	-30%	-29%	-36%
Forskellens signifikansniveau	0,03	0,01	0,01	0
EBITDA / Nettoomsætning				
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 11
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	46% ^b	25% ^b	74% ^a	85% ^b
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-32% ^b	-28% ^b	-30% ^a	-26% ^c

⁷⁴ kan også være beskrevet som toppen

⁷⁵ kan også være beskrevet som bunden

⁷⁶ 39 virksomheder

Forskellens signifikansniveau	0,12	0	0	0
EBITDA / Investeret Kapital				
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 13	N = 13	N = 13	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-11%	-11%	74% ^c	68%
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-52% ^b	-41% ^b	-44% ^b	-36% ^c
Forskellens signifikansniveau	0,34	0,04	0,08	0,01
Udviklingen i arbejdskapitalens omsætningshastigheder				
	Fra	Fra	Fra	Fra
Omsætning / Varelagre	-1 til +1	-1 til +2	-1 til +3	-1 til +4
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 11	N = 11	N = 11	N = 8
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	5%	11%	16%	-4%
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-17%	-20% ^c	-10%	2%
Forskellens signifikansniveau	0,91	0,98	0,27	0,34
Omsætning/Tilgodehavender				
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 13	N = 13	N = 13	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	5%	8%	-15%	0%
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	1%	-14%	3%	-8%
Forskellens signifikansniveau	0,72	0,43	0,33	1
Omsætning / Kreditorer				
<i>Bedste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 12	N = 13	N = 13	N = 10
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-5%	-1%	-3%	0%
<i>Dårligste halvdel</i>				
Antal observationer	N = 14	N = 14	N = 14	N = 12
Pct.-vis industrikorrigeret ændring	-15%	-9%	-1%	-12%
Forskellens signifikansniveau	0,92	0,67	0,98	0,61

a, b og c indikerer at ændringen i medianen er signifikant forskellig fra 0 ved et sandsynlighedsniveau på 0,01, 0,05 og 0,10

5.11.2.1 Driftsindkomstens udvikling

Her finder man at der er en meget stor forskel på hvordan toppen og bunden klarer sig. Toppen outperformer, stort set signifikant over undersøgelsesperioden, her benchmarkgruppen, både hvad angår EBITDA men også på EBITDA-marginen. Anderledes ser det ud for bunden der performer dårligere end benchmarkgruppen hvad angår EBITDA, dog ikke signifikant, men bunden performer også signifikant dårligere end benchmarkgruppen når det kommer til EBITDA-marginene.

Dette betyder altså at en stor del af den samlede undersøgelsesgruppe, klarer sig bedre på EBITDA-marginen end benchmarkgruppen. Dog klarer bunden det omvendt markant dårligere end benchmarkgruppen.

Samme trend viser sig når det kommer til afkastningsgraden. Her klarer toppen sig signifikant bedre end bunden i perioderne +2, +3 og +4.

Samlet set er denne del yderst relevant i forhold til problemformuleringen. Det viser sig altså at en stor del af virksomhederne har været i stand til at skabe værdi for virksomheden, uden at omsætningen er fuldt med. Dette må derfor betyde at virksomhederne har skabt forbedringer i driften ved at effektivisere.

5.11.2.2 Omsætningshastigheden for arbejdskapitalens udvikling

Det tyder ikke på at der er nogle signifikante forskelle mellem udviklingen af omsætningshastighederne for de to grupper. For toppen kunne deres overperformance stamme fra forbedringer af omsætningshastighederne, dette er dog ikke umiddelbart tilfældet.

Derved vil det heller ikke være muligt at kunne se nogle signifikante forskelle i de nøgletal som baserer sig på cash flow.

For en væsentlig andel af selskaber er det altså været muligt at se signifikante operationelle forbedring i forhold til benchmarkgruppen og bunden af undersøgelsesgruppen. Disse forbedringer har dog vist sig kun at stamme fra effektiviseringer af omkostningsstrukturen.

5.12 Validitet

De data der ligger til grund for undersøgelsesgruppen stammer fra det daværende Erhvervs- og selskabsstyrelsen. Derved må disse data anses for at være valide. Det skal dog pointeres at mange af disse virksomheder er unoterede, og derfor afleverer simple årsregnskaber og kan være lettere at manipulere.

Udover ovenforstående er der lavet en udvælgelse af en undersøgelsesgruppe ud af den totale population. Denne er bl.a. lavet på baggrund af de regnskabs data der har været til rådighed, og ikke fuldkomne regnskaber er ikke taget med.. Dette har bl.a. betydet at undersøgelsesgruppen er lige det mindste i forhold til at kunne få statistisk "sikre" resultater.

Data til benchmarkgruppen stammer fra Account Data. Disse data er ikke yderligere kontrolleret og de er benyttet ukritisk da der f.eks. ikke er brugt virksomhedernes originale regnskaber.

Der er blevet brugt samme udregningsmetoder til både undersøgelsesgruppen og benchmarkgruppen, og derfor vil der kunne være nogle uregelmæssigheder. Dette skal dog ikke ses som et stort problem, da det er tendenser og trends der er det relevante, og ikke nødvendigvis enkelt resultater.

Et af undersøgelsens store problemer er den relativt lille mængde af virksomheder der indgår i undersøgelsesgruppen. Derudover kunne det være relevant lave en helt branchespecifik sammenligning. Dette kunne have ændret billedet markant for enkelte brancher. Men da målet er at se en generel udvikling i forhold til den generelle danske økonomi og industri er der ikke foretaget branche korrektioner. Derudover ville en brancheopdeling være yderst kompliceret.

5.13 Delkonklusion

De fundne resultater kan ikke direkte sammenlignes med de internationale undersøgelser da de er foretaget med andre markeder og meget større markeder. Men de kan være med til at underbygge den samlede konklusion.

For at vise om der er sket operationelle forbedringer, er der blevet fokuseret meget på driftsindkomsten, driftsinvesteringerne, cash flowet og arbejdskapitalen.

Alle udregnede forskelle og udviklinger er forsynet med et signifikansniveau som er udregnet ved hjælp af Wilcoxon signed rank og Mann-Whitney U-test.

Ud fra den overordnede undersøgelse har det ikke været muligt at finde signifikante indikatorer på at kapitalfondsejede virksomheder skulle have klaret sig bedre end benchmarkgruppen. Dette er på trods af at der ellers for undersøgelsesgruppen har været en signifikant stigning i nettoomsætning og EBITDA.

I forhold til EBITDA-marginen findes der ikke signifikant bevis for at der er sket nogle forbedringer. Det kunne endda tyde på at der er sket et lille fald i forhold til benchmarkgruppen og den samme tendens gør sig gældende for det operationelle cash flow.

Arbejdskapitalens omsætningshastighed viser heller ingen signifikante beviser på at denne skulle gøre en stor forskel. Dog ses der en svag tendens til at både varelagre og varekreditorer bliver styret lidt bedre i forhold til nettoomsætningen.

Som tidlige nævnt stemmer disse fund ikke overens med de tidligere internationale undersøgelser. Dette kan bl.a. skyldes de forskellige markeder, men det kan også skyldes at virksomhederne er blevet mere professionelle siden de tidlige internationale undersøgelser, og der derfor ikke er "bare" ligger "gemt guld" i virksomhederne.

Undersøgelsen viser også at der ikke er en signifikant forskel på performance i forhold til det tidligere ejerskab. Derudover blev der fundet frem til at de forbedringer der var sket for de kapitalfondsejede virksomheder, kunne tilskrives optimering af omkostningsstrukturen.

Dette kan skyldes at resultaterne fra lidt længere sigtede investeringer ikke viser sig i undersøgelsesperioden.

6. Konklusion

Målet med opgaven var at finde både teoretiske, men også empiriske beviser på at kapitalfonde har været i stand til at skabe en øget værdi i porteføljeselskaberne i perioden 1995-2005. Her med tanke på den operationelle værdiskabelse.

Ved en kapitalfondsovertagelse sker der en række ændringer, hvor hovedfokus ofte bliver at være mere aktive ejere, hvorefter der effektiviseres og skabes værdi gennem øget fokus på kerneområder og konsolidering. For at forklare hvorfor dette skulle være med til at forbedre den operationelle værdiskabelse har det været nødvendigt at bruge principal-agentteorien som netop omhandler forholdet mellem ejerne og ledelsen.

Netop nogle af disse organisatoriske ændringer der vil forekomme efter et buyout vil være med til at reducere en virksomheds agentomkostninger + der vil ske en ensretning af interesser mellem ledelsen og ejerne.

Man vil efter et buyout sørge for at ledelsen bliver gjort til medejere af virksomheden. Dette skulle gerne sikre en ensretning af ledelsens og ejernes interesser. Dette vil bl.a. være med til at reducere investeringer i alt for risikable projekter. Derudover vil virksomheden kunne spare på de overvågningsomkostninger der er bl.a. er forbundet med et spredt ejerskab. Ved at de nye ejere nu deltager som aktive ejere, vil de ligeledes kunne være med til at assistere ledelsen med at træffe vigtige beslutninger.

Den øgede gæld og fokus på denne vil ligeledes være med til at disciplinere ledelsen, da den nu er ansvarlig for hele tiden at skulle servicere denne. Derved er der en god grund til at optimere driften for at fremme cash flowet.

Grundlæggende findes der et godt belæg for at der teoretisk set efter et buyout og de dertilhørende organisatoriske ændringer, vil forekomme en forbedring af værdiskabelsen gennem operationelle forbedringer. Det er naturligvis et krav at virksomheden er i stand til at udnytte dette og drage fordel af de "ineffektiviteter" der var i virksomheden pre-buyout. Det synes ligeledes teoretisk fornuftigt, at spredt ejerskab vs. koncentreret ejerskab er af stor betydning, men at begge tidligere ejerskabsformer kunne være med til at forbedre den

operationelle drift. Dog er mulighederne forskellige og ligeledes de tiltag der skal tages for at der kan skabes forbedringer.

For at underbygge den teoretiske konklusion var det derfor relevant med en empirisk undersøgelse af hvordan porteføljeselskaberne har klaret sig i perioden 1995-2005. Netop denne periode er valgt fordi den minder meget om den situation som økonomien befinder sig i i dag, og derved vil det give en bedre indikation af hvordan fremtiden vil arte sig for porteføljeselskaberne. I den empiriske undersøgelse er de specielt lagt vægt på overskudsgraden og afkastningsgraden, begge set i forhold til EBITDA.

I undersøgelsen indgår der 39 virksomheder som havde regnskaber nok af en fornuftig kvalitet. Ud af fra de 39 virksomheder er det dog ikke muligt at komme med en konklusion der entydigt underbygger teorien. Generelt var der ikke et entydigt billede af at de 39 virksomheder i undersøgelsen havde været i stand til at skabe værdi i en sådanne grad at de outperformede den generelle udvikling for den danske industri. Der var dog tegn på at porteføljeselskaberne var bedre til at forbedre nogle af de absolutte mål så som EBITDA, driftsinvesteringer osv. Men set i forhold til lønsomhed og effektivitet, såsom EBITDA/omsætningen ser det straks værre ud. Her kan man gå så langt som til at sige at det ser ud som om at der ligefrem har været en negativ udvikling. Denne udvikling var dog på ingen måde signifikant.

Efter denne generelle undersøgelse var det interessant at se på om den tidligere ejerskabsform spillede en rolle i forhold til performance efter buyoutet, både i forhold til forskellen om spredt ejerskab var et bedre/dårligere udgangspunkt end koncentreret ejerskab, men ligeledes også om en af de to tidligere ejerskabsformer havde klaret sig markant bedre eller dårligere end den generelle udvikling i industrien. Her var resultatet at kapitalfondene ikke har været bedre til at skabe værdi, uanset den tidligere ejerskabsform.

Da det ikke har været muligt at finde signifikante beviser som understøtter de teoretiske konklusioner, var det derfor interessant at se på, om dette evt. havde noget at gøre med at

de "gode"⁷⁷ porteføljeselskaber, blev trukket ned at de "dårlige"⁷⁸. Her viste det sig at forbedringerne i sær stammede fra optimeringer af omkostningsstrukturen.

Dette resultat står i stærk kontrast til det ry som kapitalfondene gerne vil have, som innovative og væksthæmmende.

Generelt kan man se ud fra undersøgelsen at det ikke er muligt at bekræfte teorien om at kapitalfondsejede virksomheder skulle være i stand til at skabe operationelle forbedringer, hvilket derfor må medfører at hypotese H₂ må forkastes, da denne siger at: Danske virksomheder som er kommet under kapitalfondsejerskab, er i stand til at skabe driftsmæssige forbedringer der out-performer resten af industrien i undersøgelsesperioden.

Dette resultat står i kontrast til de tidligere internationale undersøgelser, som netop fandt at kapitalfonde var i stand til at skabe vækst i sine porteføljeselskaber. Dette kan bl.a. skyldes at de internationale undersøgelser tager udgangspunkt i andre markeder end det danske marked, som må siges at være relativt lille.

Derudover er de tidligere internationale undersøgelser foretaget på baggrund af ældre data. Eftersom at virksomheders ledelse bliver mere og mere professionel og mere bevidste på omkostningerne, bliver det derfor vanskeligere for kapitalfondene at finde gode opkøbskandidater. Derfor vil den gevinst der muligvis lå i virksomheden tidligere, være minimeret eller ligefrem forsvundet.

Lidt utraditionelt kan man få en fornemmelse ud fra undersøgelsen at porteføljeselskaberne muligvis agere en smule anderledes på det danske marked end i udlandet. Porteføljeselskaberne satser i Danmark på vækst og investeringer. Dette sker så på bekostning af de effektiviseringer som ellers har været normen internationalt. Da undersøgelsesperioden går fra -1 til +4 (+5) kommer resultaterne af disse investeringer muligvis ikke til udtryk i regnskaberne endnu.

⁷⁷ Gode skal forstås som den halvdel med den største fremgang i EBITDA-maginen.

⁷⁸ se note 75

Derved tyder det altså ikke på at det er kapitalfonds-vejen man skal gå for at komme bedre ud af en krise i forhold til resten af industrien. Det modsatte kan dog heller ikke påvises. At være kapitalfondsejet kan stille store krav til en virksomhed i en krise tid. Det vil muligvis være vanskeligere for virksomheden at effektivisere yderligere, da der i forvejen er lagt stor vægt på i forvejen at effektivisere samtidigt med at der stilles store krav til at cash flowene holdes høje for at kunne servicere den høje gæld.

7. Perspektivering

Gennem opgaven er der blevet vist en række forskellige forhold omkring kapitalfonde og Private Equity i Danmark. Der har været et særligt fokus på kapitalfondenes virksomhedsopkøb i Danmark og på deres performance efter et buyout, specielt med henblik på at skabe forbedret lønsomhed og effektivitet. Opgaven tager dog ikke stilling til hvordan porteføljevirkomhederne klarer sig efter et evt. exit. Det kunne være relevant at se på om den vækst der er i porteføljevirkomhederne er reel eller om det er en "kunstig" udvikling.

Derudover kunne det være interessant at se mere specifikt på nogle enkelte buyouts og følge udviklingen. Derved vil man kunne få indsigt i mere specifikke forhold som relaterer sig til buyoutet.

Ved at foretage en tidsserieundersøge som foretaget i opgaven, kombineret med nogle specifikke eksempler, ville man muligvis kunne danne sig et bedre billede af hvordan et buyout påvirker en virksomhed.

Som tidligere beskrevet kan der stilles spørgsmålstejn ved mængden af gode opkøbskandidater, eftersom at ledelser og virksomheder er blevet mere professionelle. Det kunne derfor også være relevant at undersøge det danske marked for oplagte opkøbskandidater, for på den måde at kunne sammenholde det med resultaterne bl.a. fra denne opgave, for at se om dette kunne være en forklaring på den "manglende" operationelle værdiskabelse i porteføljevirkomhederne.

Samtidigt vil det også være relevant at forholde sig til kapitalfondenes store behov for kapital som ved et LBO er finansieret gennem høje lån. Da den igangværende lavkonjunktur netop har sat fokus på kapital og likvider, kunne man forestille sig at netop kapitalfonde bliver hæmmet mere end "resten" af industrien.

8. Litteraturliste:

8.1 Akademiske artikler

- Amess, Kevin (1997). "Management Buyouts and firm-level performance. The centre for management buyout research
- Anders, G. (1992). "The barbarians at the boardroom". Harvard Business Review 70(4):79.
- Baker, G.P. and C.A. Montgomery (1994). "Conglomerates and LBO associations: A comparison of organizational forms." Harvard Business School Working Paper (November 4): 1-34
- Bance, A. (2002). "Why and how to invest in Private Equity." European Venture Capital Association (Special Paper)
- Barnes, L. & S. Hershon (1976). "Transferring power in the family business." Harvard Business Review 4, s.105
- Berg, A. & O. Gottschalg (2003). "Understanding Value generation in buyouts." INSEAD working paper (April 2003)
- Bregm. K. (2004). "Principal-agent teori - med særligt henblik på lønsystemer." Research Paper from the Department of Social Sciences, s.1-28
- Bull, I. (1989). "Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis." Journal of Business Venturing 4(4): 263
- Butler, P.A. (2001). "The alchemy of LBOs." McKinsey Quarterly(2): 140.
- Cotter, J. F. and S. W. Peck (2001). "The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist." Journal of Financial Economics 59(1): 101
- DeAngelo, H. & L. DeAngelo (1985). "Managerial Ownership of Voting Rights: A study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock." Journal of Financial Economics, 14: 33-39
- DeAngelo, H. & L. DeAngelo (1987). "Management Buyouts of Publicly Traded Corporations" Financial Analyst Journal 43(3) 38
- DeAngelo, H., L. DeAngelo & E. Rice. (1984). "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth." Journal of Law & Economics 27, s.367

- Donaldson, G. (1984) "Managing Corporate Wealth." New York Praeger
- Easterwood, J.C., Seth, et al. (1989). " The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction." California Management Review 32: 30
- Fama, E.F. & M.C. Jensen (1983). " Separation of Ownership & Control", Journal of Law & Economics 26, s.301
- Fama, E.F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm." Journal of Political Economy, s 288
- Fenn, G.W., N.Liang, et Al. (1996). "The economics of the private equity marked." Federal Reserve Bulletin Board of Governors of the Federal Reserve
- Fox, I & A.Marcus (1992). " The Causes and Consequences of Leveraged Buyouts." Academy of Management Review 17, 62
- Grossman, Sanford J. & hart, Oliver D. (1980). "Takeover bids. The free-rider problem, and the theory of the corporation", The Vell journal of economics, Vol. 1 spring 1980 s. 42
- Hall, B.H.(1989). "The impact of corporate restructuring on industrial research and development." NBER Working Paper no. 3216
- Hite, G.L & M.R.Vetsuypens (1989). " Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth." Journal of Finance 44, s.953
- James, H. (1999). "Owner as Manager, Extended Horizons and the family firm." International Journal of the Economics of Business 6, s. 41
- Jensen, M.C, (1989b). " The Eclipse of the Public Corporation." Harvard Business Review 67, s.61
- Jensen, M.C. & W.H.Meckling (1976). " Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure." Journal of Financial Economics, (3), s 305
- Jensen, M.C. (1986). " Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers." American Economic Review, s.323
- Jensen, M.C. (1988). "Takeovers: Their Causes and Consequences." Journal of Economic Perspectives 2(1), s. 21
- Jensen, M.C. (1989a). " Active Investors, LBOs and the privatization of bankruptcy."Journal of Applied Corporate Finance 2(1), s.34
- Jensen, M.C. (1993). " The Modern Industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems." Journal of Finance 48, s.831

- Jin, L. & F.Wang. (2002). " Leveraged Buyouts : Inception, Evolution, and Future Trends." - Overseas Young Chinese Forum vol 3. no.6
- Kaplan, S. & J.Stein. (1993). " The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980's." Quarterly Journal of Financial Economics, s. 313
- Kaplan, S. (1989). "The Effects on Management Buyouts on Operating Performance and Value." Journal of Financial Economics 28, s.217
- Kaplan, S. (1991). "The Staying Power of Leverage Buyouts." Journal of Financial Economics 29, s.287
- Kaplan, S. (1997). " The Evolution of U.S. Corporate Governance: We are all Henry Kravis now." Journal of Private Equity
- Kaplan. S. (2001). "Corporate Governance and merger activity in the US: Making sense of the 1980s & 1990s.Working Paper
- Kaplan.S. & A.Schoar. (2003). "Private Equity Performance : Returns persistence and capital." NBER Working Paper 9807,
- KKR.(1989). "Leveraged Buy-Outs." Journal of Applied Corporate Finance 2, s.74-81
- Lehn,K. & A.Poulsen.(1988). "Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed?" in M.Weidenbaum & K.Chilton, "Public Publicity Towards Corporate Takeovers." NJ: Transaction Publishers New Brunswick, s.46
- Lehn,K. & A.Poulsen.(1989). " Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions." Journal of Finance 44, s. 771
- Lichtenberg, F.R. & D.Siegel (1989). "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour." NBER working paper, no. 3022
- Muscarella, C.J. & M.R. Vetsuypens (1990). " Efficiency & Organizational Structure: A study of reverse LBOs." Journal of Finance 45, s.1389
- Myers,S.C. (1977). " Determinants of Corporate Borrowing." Journal of Financial Economics, november edition, s.147
- Opler, T. & S. Titman (1993). "The determinants of leveraged buyout activity: Free Cash Flow vs Financial Distress Costs." Journal of Finance 48, s.1985
- Olsen, J. & T- Gagliano. (2003). " Note on Leveraged buyouts." Center for private equity and entrepreneurship - Tuck Business School+A85

- Palepu, K. (1990). " Consequences of Leveraged Buyouts." *Journal of Financial Economics* 27, s. 247
- Phan, P.H & C.Hill. (1995). " Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex-post study." *Academy of Management Journal* 38, s.704.
- Porter.M. (1996). " What is strategy?" *Harvard Business Review* 74, s 61
- Rimstedt, A. & Blomberg, A. (2002) "Efficiency and Profitability in Swedish Management Buyouts"
- Rogers,P., T.Holland & D.Haas (2002) "Value Acceleration: Lessons from Private-Equity Master." *Harvard Business Review* 6. s.94
- Seth, A. and J.Easterwood (1993). " Strategic Redirection in Large Management Buyouts." *Strategic Management Journal* 14, s.251
- Shleifer, A. & R.W. Vishny (1986). "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94. s.461
- Shleifer, A. & R.W. Vishny (1988). " Management Buyouts as a Response to Market Pressure." *University of Chicago Press*, s.87
- Singh.H. (1990). "Management Buyouts: Distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering." *Strategic Management Journal* 11, s. 111
- Smith.A. (1990). " Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts." *Journal of Financial Economics* 27, s. 143
- Taylor.W, (1992). " Crime ? Greed ? Big Ideas ? What were the 80's about ?", *Harvard Business Review* 1, s.32
- Waite, S.R. & M.S. Fridson (1989). "Do Leveraged Buyouts Pose Major Credit Risks?", *Mergers & Acquisitions* 24, s.43
- Warner, J.B., R.L.Watts & K.Wruck.(1988). "Stock Prices & Top Management Changes." *Journal of Financial Economics* 20, s.461
- Weisbach,M.S. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics* 20, s.431
- Wilcoxon, F. (1945). "Individual Comparisons by Ranking Methods." *Biometrics Bulletin* 1. s.80
- Wright, M.(2001). " Firm Rebirth: Buyouts as facilitators for strategic growth and entrepreneurship." *Academy of Management Executive* 15, s.111

Wright, M & T.Thompson et al. (1992a). "Buy-Outs,divestments and leverage:Restructuring transactions and corporate governance." Oxford Review of Economic Policy 8

8.2 Bøger

Aczel, A, (1999). "Complete Business Statistics." McGraw-Hill 4th edition

Andersen, I. (2003). "Den skinbarlige virkelighed." Samfundslitteratur 2nd edition

Brealey, R.A., Myers, Stewart C. (2003). "Principles of Corporate Finance" McGraw-Hill

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2005). " Corporate finance." McGraw-Hill 8th edition

Elling, J.O, C.Hansen & O.Sørensen. (2001). "Strategisk regnskabsanalyse." Forlaget Thomson 1st edition

Elling, J.O. & O.Sørensen. (2005). "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang." Gads forlag, 2. udgave, 1. oplæg

FSR(2002), "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele". Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

Nielsen, N.C. & M.Møller Nielsen. (2004). " Den Kapitalmarkedsstyrede Virksomhed." Handelshøjskolens Forlag 1st edition

Plenborg, T. & C.Petersen (2005). "Regnskabsanalyse for beslutningstagere"

Temple,P. (1999). " Private Equity - Examining the new conglomerates of European Business", John Wiley & Sons

Thomsen, S., T.Pedersen & J.Strandskov. (2002). " Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv." Aarhus Universitetsforlag

Weston, J.F., Mitchell, M.L. & Mulherin, J.H. (2004). "Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance." Prentice Hall, 4th edition

Weston, J.F., Siu J.A. & Johnson, B.A.(2001). "Takeovers, Restructuring, & Corporate Governance." Prentice Hall, 3rd edition

8.3 Hovedopgaver

Lauridsen, Andreas Lauth; Brønnum-Schou, Johan (2004). "En analyse af buyout-ejerskabets evne til at skabe operationelle forbedringer. Herunder empirisk regnskabsanalyse af danske buyouts foretaget i perioden 1994-2002.

Leerbeck, Kristine & Malmkov, Lotte Walther (2006). "The Private Equity Funds' ability to create value in danish Leveraged Buyouts – an empirical analysis of danish buyouts in the periode 1995-2004."

Fleischer, Martin; Wibroe, Christian. Kapitalfondenes Virksomhedsovertagelser – Operationel værdiskabelse i danske buyouts 1995-2005.

Haustveit, Lars Christian. Kapitalfonde – Effekten af kapitalfondsejerskab på danske porteføljevirkomheder.

Jørgensen, Jens Christian Vergman; Lassen, Tina Gjedsted; En teoretisk og empirisk analyse af danske kapitalfonds afkast og risiko i forhold til aktiemarkedet.

Dalsgaard, Michael; Værdiskabelse i danske virksomheder ejet af private equity fonde.

8.4 Rapporter

APAX Partners (2006) : "Unlocking global value - Future trends in private equity investments worldwide."

Berlingske Nyhedsmagasin (2006). " Kapitalfondenes opkøb i Danmark." - Særnummer

EVCA Yearbook 2005 - Annual Survey 2004

EVCA Yearbook 2006 - Annual Survey 2005

Vækstfonden (2006). " Det danske marked for venturekapital og buy-out".

Økonomi & Erhvervsministeriet. (2006). " Kapitalfonde i Danmark" - Økonomisk Tema 4

8.5 Kapitalfondes hjemmesider.

3i - www.3i.com

Advent International - www.adventinternational.com

Alp Invest Partners - www.alpinvest.com

Altor Equity Partners - www.altor.com
Apax Partners - www.Apax.com
ATP Private Equity Partners - www.atp-pep.
Axcel - www.axcel.dk
Blackstone Group - www.Blackstonegroup.com
Capman - www.campman.fi
Change Capital Partners - www.changecapitalpartners.com
Compass Partners - www.compasspartners.co.uk
CVC Capital Partners - www.cvceurope.com
Dania Capital - www.daniacapital.dk
Doughty Hanson - www.Doughtyhanson.com
EQT - www.eqt.se
Erhvervsinvest - www.erhvervsinvest.dk
Industri Kapital - www.industrikapital.com
Kohlberg Kravis & Roberts - www.kkr.com
LD Equity - www.ld.dk
Nordic Capital - www.nordiccapital.com
Odin Equity Partners - www.odinequity.dk
Permira - www.permira.com
Polaris Equity - www.polarisequity.com
Procuritas - www.procuritas.com

8.6 Andre hjemmesider

AltAssets - www.altassets.com
European PE & Venture Capital Association - www.evca.com
The centre for management-out research - www.cmbor.org

8.7 Databaser:

Blackwell Synergy - www.blackwell-synergy.com

Business Source Complete

Børsen - www.Boersen.dk

Factiva - www.Factiva.com

Google Scholar - www.scholar.google.com

JSTOR - www.jstor.com

ScienceDirect - www.sciencedirect.com

9. Bilag

9.1 Bilag 1 – Virksomheder i undersøgelsesgruppen

Selskab	Buyout år	Exit	Branche	Ejer	Ny ledelse	Tidligere ejerskabsform
Baekert handling Group	1997		Industri	Axcel	Nej	Koncentreret
BB Electrics	1998		Teknologi	Axcel	Ja	Koncentreret
Buksesnedkern	2004		Industri	Change Capital Partners	Ja	Koncentreret
Contex	1999		Teknologi	EQT	Ja	Spredt
Cybercity	2000	2005	Teknologi	Advent International og Lehman Brothers Communication	Ja	Koncentreret
Danske Droge	2002		Medicinal	Polaris	Ja	Koncentreret
Danske trælast (DT Group)	2003		Detail	CVC Capital Partners	Nej	Spredt
Eurogran	1999	2004	Industri	AlpInvest Partners	Nej	Spredt
F group	1997	2006	Detail	Industri Kapital	Ja	Spredt
Falck	2004		Service	Nordic Capital	Ja	Spredt
Føvling møbler	1997	2002	Industri	Axcel	Ja	Spredt
Glud & Marstrand	2002	2005	Industri	Axcel (40%), Kirkbi og Tryg fortsatte som ejere	Nej	Spredt
GraphX	1997	2003	Teknologi	Axcel	Ja	Koncentreret
Icopal	2002		Industri	Axcel, Kirkbi, IKO Industries	Ja	Spredt
IHI Holdings	2001	2005	Service	EQT	Ja	Spredt
Ilva	2003	2007	Detail	Advent International	Ja	Koncentreret
Kilroy travels	1998	2006	Service	Axcel	Ja	Spredt
Kwintet	1999		Industri	Axcel	Nej	Spredt
Lindplast	1996	2007	Industri	Capman	Nej	Koncentreret
LM Glasfiber	2001		Industri	Doughty Hanson & Co	Nej	Koncentreret
Louis Poulsen	1999		Teknologi	Polaris	Nej	Koncentreret
Løgstør rør	1999		Industri	Polaris, Axcel	Ja	Koncentreret
Monarflex A/S (Polysheet)	1995	2000	Industri	Axcel, ATP, PKA	Nej	Koncentreret
Novadan	2000	2004	Industri	Polaris	Ja	Spredt
Novasol	2000	2002	Service	Polaris	Nej	Koncentreret
Nycomed	2002		Medicinal	Blackstone	Ja	Spredt
Rationel Vinduer	1998	2004	Industri	Axcel	Ja	Spredt
RGS 90	2002		Industri	Capman	Nej	Spredt
Royal Scandinavia	2001		Industri	Axcel	Ja	Spredt
Sabroe Refrigeration (York Denmark)	1996	1999	Industri	EQT	Ja	Spredt
SMEF Group	2001		Industri	Capman	Ja	Koncentreret
Sonion	2000		Teknologi	Polaris, Nordic Capital	Ja	Spredt
Struers	1998	2001	Teknologi	EQT	Ja	Spredt

Thygesen textile group	1998		Industri	Axcel	Nej	Koncentreret
Tvilum	1996	2000	Industri	Axcel	Nej	Koncentreret
Unomedical	2003		Medicinal	Nordic Capital	Ja	Spredt
Vest wood	2002	2005	Industri	Axcel, LODH Private equity, Polaris	Nej	Spredt
Wittenborg	2000	2005	Industri	Compass Partners	Ja	Spredt
Aalborg Industries	2000		Industri	Axcel	Nej	Spredt

9.2 Bilag 2 – Virksomheder i benchmarkgruppen

Andersen & Martini A/S	DLH Ejendomme A/S	Lastas A/S	Schouw & Co. A/S
Arkil Holding A/S	EDB Gruppen A/S	Live Networks Holding A/S	SimCorp A/S
Auriga Industries A/S	EDB Gruppen A/S (93.05.01-93.12.31)	Maconomy A/S	Skako A/S
BioMar Holding A/S	Egetæpper A/S	Mols-Linien A/S	Skako A/S (96.06.01 - 96.12.31)
Bioscan A/S	Expedit A/S	Monberg & Thorsen A/S	Skako Industries A/S
BoConcept Holding A/S	F.E. Bording A/S	NTR Holding A/S	Solar A/S
Bodilsen Holding A/S	Flugger A/S	Olicom A/S	SP Group A/S
Brdr. Hartmann A/S	Gabriel Holding A/S	Parken Sport & Entertainment A/S (FCK)	Spæncom A/S
Brdr. Klee A/S	Glunz & Jensen A/S	Per Aarsleff A/S	Søndagsavisen A/S
Brødrene A. & O. Johansen A/S	GPV Industri A/S	Rias A/S	Thrane & Thrane A/S
Columbus IT Partner A/S	Gyldendalske Boghandel - Nordisk Forlag A/S	Roblon A/S	Tivoli A/S
Dampskibsselskabet Orion A/S	H + H International A/S	Royal Unibrew A/S	Topsil Semiconductor Materials A/S
Danionics A/S	Harboes Bryggeri A/S	RTX Telecom A/S	Østasiatiske Kompagni, Det A/S
Dantax A/S	Hedegaard A/S	Sanistål A/S	Aalborg Boldspilklub A/S
Dantherm A/S	Højgaard Holding A/S	Satair A/S	Århus Elite A/S

Danware A/S

IC Companys A/S

Satair Holding A/S

DFDS A/S

InterMail A/S

Scandinavian Brake
Systems A/S

Dicentia A/S

ITH Industri Invest A/S

Schaumann Properties A/S