

Kandidatafhandling

Cand. Merc. Finansiering og Regnskab

Copenhagen Business School 2012

Vejleder: Palle Nierhoff

Afleveret oktober 2012

Hvad kan danske selskaber lære af
kapitalfundsmodellen – herunder en undersøgelse af
danske porteføljeselskabers performance i perioden 2007 til 2011.

What Danish companies can learn from private equity - including a study
of Danish portfolio companies' performance in the period 2007 to 2011.

Sider: 120 fysiske sider
inkl. Figurer.

Normalsider: 119,65

Anslag: 272.207

Udarbejdet af:

Morten Nielsen

Jesper Frandsen

Executive summary:

The purpose of this thesis is to examine to which extent the private equity model works and how Danish companies can learn from it. The findings will be based on a thorough theoretical discussion of methodology as well as an in-depth analysis of why value is created. The methodology will be subject to empirical testing on the Danish market in order to determine if the private equity firms have created positive growth in the operations of their portfolio - be it absolute or relatively compared to peers. As such, this thesis will contain an executed empirical investigation of Danish portfolio companies in the period of 2007 to 2011. Finally, the report will make a founded assessment of applicable best practices for other companies to adopt based on the theoretical as well as empirical evidence provided.

Value creation methodology in private equity firms commonly share the same roots since the primary emphasis has always been maximizing shareholder value. The first private equity firms preferred value creation through financial engineering while modern practices are more focused on operational improvements.

A series of research has therefore been carried out to determine how much of this value is caused by operational improvements compared to market-related competencies. The conclusion of international as well the personally provided research agrees that the private equity model is a good method for value creation, both internationally and in Denmark. Companies are experiencing a high degree of operational improvements and the development through the financial crisis has generally been positive, both in absolutes as well as relatively compared to peers. The empirical research reveals that return on operations is driven by the turnover rate of invested capital, improved net working capital, and increased emphasis on CAPEX investments. Revenue is subject to a high degree of uncertainty, but it seems to experience superior development whereas costs show neither superior nor inferior development compared to peers.

The most important points for other companies to learn, is to refrain from focusing on accounting profit and instead emphasize economic value. This requires an overview of the enterprise, thinking in long-term strategies, a greater focus on cash flows, and finally a change in the mindset of the company from going concern to flexible ownership. It is also important to align the interest of the management and the owners in order to decrease agency costs. This is done best by giving management part ownership and ensuring that they are rewarded according to performance through linking bonus pay to a scorecard. At the same time, one should strive to create a more active and value creating board, which acts more like a sparring partner than a supervisor. Finally, one should aim to increase decision power in management and decrease the period of decision-making.

Indhold

EXECUTIVE SUMMARY:	1
1. Indledning	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Interessenter	7
1.3 Afgrænsning	7
1.4 Videnskabsteoretiske og metodologiske overvejelser	8
1.5 Kildekritik / Dataindsamling:	8
1.6 Opgavens struktur og sammenhæng:.....	8
DEL 1. INVESTERINGSBAGGRUNDEN OG VÆRDISKABELSESMETODERNE:	10
2. Introduktion til kapitalfonde:.....	10
3. Kapitalfondsværdiskabelse = optimering af shareholder value	14
4. Investeringsbaggrunden for kapitalfonde:.....	16
4.1 Porteføljeinvestering og agentomkostninger:	16
4.2 Hedgefondsinvestering:.....	17
4.3 Venturefondsinvestering:	18
5. Kapitalfondsmodellen	19
5.1 Operationel forbedring.....	19
5.2 Funding	23
5.3 Governance	30
5.4 Handel	32
Del 1 - Delkonklusion:	35
DEL 2. OPERATIONELLE FORBEDRINGER OG FINANSIELLE FORDELE:	37
6. Afkast.....	38
6.1 Fonds- eller selskabsniveau	38

6.2	Før eller efter aflønning af partners og/eller skat	38
6.3	IRR	39
6.4	Industrigennemsnit	39
6.5	Peers	39
6.6	PME	39
6.7	Alpha	40
7.	Metode	40
7.1	Data:	41
7.2	Undersøgelsesperioden:	42
7.3	Undersøgelsesgruppe:	42
7.4	Referencegruppe (Peer)	44
7.5	Selection Bias:	44
7.6	Regnskabsmæssig analyse	45
7.7	Måling og statistisk metode	47
8.	Har kapitalfonde klaret sig operationelt bedre?	54
9.	Har kapitalfonde finansielle fordele?	69
10.	Benyttes Governance mekanismerne	77
11.	Udnytter kapitalfondene markedsmæssige fordele?	80
Del 2 - Delkonklusion		84
DEL. 3: HVAD KAN SELSKABER LÆRE AF KAPITALFONDENE?		86
12.	Kapitalfondsspecifikke forhold	86
13.	Forstå værdiskabelsen i virksomheden:	87
13.1	Estimer Cost of Capital – med særligt fokus på private virksomheder:	88
13.2	Få overblik over virksomheden - hvor skabes værdien:	99
13.3	Definer virksomhedens fulde potentiale:	101
13.4	Udarbejd Scorecard - Hvad der bliver målt bliver løst?	101
13.5	Cash is king – omdannelse af driftsaktivitet til pengestrømme:	102

13.6	Optimering af kapitalstruktur	104
13.7	Fleksibelt ejerskab: Vær klar til salg.	107
14.	Sørg for at skabe det rigtige team:	108
15.	Incitamentskontrakter – betal for performance:	112
Del 3 – Delkonklusion		118
KONKLUSION:.....		118
LITTERATURLISTE		121
Bilag 1: Oversigt porteføljeselskaber og peers.		126
Bilag 2: Behandling af regnskabsposter		127
Bilag 3: Eksempel på indregning af data:		131
Bilag 4: Eksempel på udregning af data:		134
Bilag 5: Overblik internationale undersøgelser		140
Bilag 6: Alle resultater af den empiriske undersøgelse:.....		140
Bilag 7: Regnskabsdata Unifeeder:		156
Bilag 8: Beta debt og rebalancering:		158

1. Indledning

”Hvordan kan kapitalfonde drive samme virksomhed bedre end de tidligere ejere?” Dette spørgsmål må flere virksomheds ejere have stillet sig selv, i forbindelse med at kapitalfonde har vundet mere og mere indpas på markederne, og nu betragtes som en betydelig aktivklasse i investeringsmarkedet.

I praksis differentieres mellem den nye og den gamle kapitalfondsmetode. Dette skyldes, at kapitalfondene i første omgang blev interessante i 1980’erne i USA, hvor de stod for en række højtgearedede virksomhedskøb, også kendt som Leveraged Buyouts (herefter LBO). Årsagen til det skete i 1980’erne skyldes en række forskellige finansielle og lovmæssige forhold. Blandt andet blev topskatten på kapitalgevinster nedsat, samtidig med at man lempede reglerne for pensionsselskabernes investeringer i risikofyldte aktiver. Da der samtidig kunne udnyttes rentefradraget, og markedet havde brug for højtforrentede aktiver, gav det LBO’en nogle særlige gunstige forhold. I starten af 90’erne og særligt i forbindelse med krakket af Drexel Burnham Lambert, som stod for størstedelen af de Junk bonds som blev brugt til finansiering af opkøbene, begyndte de finansielle fordele at blive mindre (Rizzi 2009). Derfor begyndte kapitalfondene i højere grad at fokusere på operationelle optimeringer end ”financial engineering” (Klier, Welge og Harrigan 2009). Tidligere var det positivt for konkurrenterne, når kapitalfondene opkøbte selskaber, da der var stor sandsynlighed for at de primært optimerede finansieringsdelen, og dermed ikke konkurrerede på den operationelle del. Overgangen fra financial engineering til operationel forbedring har dog gjort, at kapitalfondene i dag må betragtes som konkurrenter på lige fod med andre selskaber i de enkelte brancher, hvilket bl.a. kan ses ved at 19% af den private britiske arbejdsstyrke er ansat i en virksomhed som ejes af en kapitalfond. (Haarmeyer 2008).

Den nye og mere aktive kapitalfond har vist sig den gamle kapitalfondsmetode overlegen, men kræver ligeledes også at kapitalfondene går lidt på kompromis med deres forholdsvis små organisationer, for i stedet at tilknytte en række specialister (Klier, Welge og Harrigan 2009).

Årsagen til at der stadig opstår diskussioner omkring den egentlig performance af kapitalfonde og deres driftsselskaber (herefter kaldt porteføljeselskaber), skyldes at de primært er private selskaber, hvorfor man ikke på samme måde som børsnoterede virksomheder, kan vurdere den egentlige risiko ved investeringen, hvilket har medført at nogle undersøgelser ikke mener, at de har præsteret et afkast justeret for risiko som er bedre end andre selskaber. (Groh og Gottschalg 2006)

Hvis dette var tilfældet, kan man undre sig over hvorfor der er en så stor tiltrækning af kapital, som det er tilfældet. Ifølge Bain & Company er der i 2011 omkring 927 milliarder dollars i markedet, som venter på at

blive investeret. Samtidig er det større institutionelle aktører, der er kapitalfondenes primære investorer, hvorfor disse professionelle investorer må mene at deres investeringer forrentes fornuftigt.

Kritikken af kapitalfondenes arbejdsmetoder handler om, hvorvidt deres afkast blot er en "value transfer" fra de tidligere ejere, obligationsholdere, medarbejderne og staten til de nye ejere. Sagt på en anden måde, er kapitalfondens afkast drevet af udnyttelsen af finansielle færdigheder og lovgivningsmæssige forhold eller af "company outperformance"?

Denne diskussion er rigtig interessant for andre virksomhedsejere, da hvis afkastet drives af company outperformance og det dermed lykkedes kapitalfondene at præstere operationelt bedre, vil det alt andet lige betyde at de faktisk har lavet en model, der er andre selskabsformer overlegne, og ikke blot fordi de er dygtige finansfolk. Derfor handler det om at kigge på hvilke dele af kapitalfundsmodellen, som er kapitalfondsspecifik, og hvilke metoder man selv kan benytte.

I 2008 blev de finansielle markeder ramt af det vi kalder den finansielle krise. For virksomhedsejere må netop denne krise være ekstra interessant at betragte ift. kapitalfondene, da dette nødvendigvis er den ultimative test af, om kapitalfundsmetoden også virker i dårlige tider, hvor det har været endnu sværere at udnytte deres normale finansielle "sweet spots".

Alt andet lige må en bedre performance under finanskrisen betyde, at de primært er drevet af operationelle tiltag.

I 2011 bestod 40% af værdiskabelse fra "Company outperformace" ifølge rapport fra Ernst & Young imens 29% kom af finansielle effekter. Ernst & Young viser derudover, at en stor del af værdiskabelsen faktisk skyldes organisk vækst, hvilket betyder at der fokuseres på mere end blot på omkostningsnedsættelser, hvilket bekræftes af, at ca. 22% af EBITDA forbedringen kommer af udvikling af nye produkter (Ernst & Young 2011).

Samlet set må det derfor være interessant for danske virksomheds ejere, om kapitalfondenes porteføljeselskaber har klaret finanskrisen bedre end deres sammenlignelige selskaber (herefter kaldet peers), og hvis det er tilfældet, hvad der har drevet det og hvorvidt det er muligt for virksomhederne at skabe den samme værdi selv.

1.1 Problemformulering

Følgende opgaves formål vil være at redegøre for hvad der indgår i kapitalfundsmodellen, herunder med særligt fokus på hvorfor metoderne skaber værdi. Herefter undersøges det om det generelt er lykkedes danske kapitalfonde at forbedre den operationelle performance hos deres porteføljeselskaber, om de har

nogle finansielle fordele, samt en diskussion af kapitalfondenes brug af governance og handelsmæssige færdigheder. Til sidst diskuteres hvilke dele af kapitalfundsmodellen andre selskaber alternativt selv kan benytte sig af, og hvilke praktiske tiltag og overvejelser, som skal til for at få succes med dette.

Dette fører til følgende overordnede problemformulering:

Hvordan skaber kapitalfondene værdi, er værdiskabelsen lykkedes for kapitalfondsejede selskaber i Danmark, og hvilke dele af værdiskabelsen kan virksomheder alternativt selv skabe?

Dette søges besvaret ved hjælp af følgende underspørgsmål:

- Hvad består kapitalfundsmodellen af, og hvorfor skaber det værdi?
- Har det været muligt for danske porteføljeselskaber i perioden 2007 til 2011 at forbedre driften, og har de finansielle fordele på det danske marked i samme periode?
- Benytter kapitalfonde sig af governance mekanismer samt markeds-mæssige fordele?
- Hvilke dele af kapitalfundsmodellen kan danske virksomhedsejere med fordel selv benytte?

1.2 Interessenter

Opgaven henvender sig primært til selskabsejere, som ikke er en del af en kapitalfond. Formålet med opgaven er, at give et indblik i kapitalfondenes arbejdsmetoder og hvorfor de skaber værdi. Samtidig henvender opgaven sig primært til private selskaber, da dette er langt det største segment på det danske marked. Opgaven kræver en rimelig viden indenfor corporate governance, regnskabsanalyse og corporate finance.

1.3 Afgrænsning

Følgende opgave omhandler optimering og værdiskabelsesprocesser set fra en kapitalfond. Dermed vil opgaven koncentrere sig om de områder som kapitalfonde særligt har fokus på. Dette betyder ikke, at andre områder indenfor optimering og værdiskabelse ikke bliver benyttet af kapitalfonde eller er vigtige ift. den generelle værdiskabelse, men betragtes som sekundært i forhold til denne opgaves problematisering. En ikke udtømmende liste af områder som ikke gennemgås er:

Detaljerede analyser af organisationsopbygninger, markedsanalyser, kommunikation og marketingsstrategier. Selvom disse områder ikke vil blive diskuteret i denne opgave, vil de stadig være relevante for den enkelte virksomhedsejer at søge viden om, for at udnytte det fulde potentiale af dennes virksomhed.

Derudover vil opgavens analyse og konklusioner baseres på en generel tilgang til kapitalfondene, hvorfor enkelte fondes og selskabers performance ikke vil blive kommenteret. De endelige absolutte resultater betragtes ligeledes af sekundær karakter, da hvorvidt porteføljeselskaberne har klaret 1 eller 2% bedre end peers, er irrelevant for de endelige konklusioner. Derfor vil der alene blive kommenteret på, hvorvidt porteføljeselskaberne har klaret sig bedre eller dårligere.

Da formålet med opgaven er selskabsmæssige optimeringsmetoder, vil der ikke blive analyseret på kapitalfondsniveau, ligesom branchernes enkelte påvirkninger af resultaterne ikke vil blive undersøgt. Derudover er der i opgaven valgt enkelte dele, som vil blive analyseret og kommenteret mere dybdegående. Områder der er af begrænset karakter er finansieringsmæssige produkter, ligesom transaktionerne heller ikke vil blive analyseret. Samtidig vil der kun i nogen grad blive rensset for risiko.

1.4 Videnskabsteoretiske og metodologiske overvejelser

Opgaven har taget udgangspunkt i en deduktiv metodik. Dette gør, at vi er i stand til at tage generelle teoretiske værktøjer og datasæt og derved konkludere på specifikke problemstillinger. Til vores kvantitative analyse er der benyttet en positivistisk tilgang til opgavens datasæt, der gør os i stand til at verificere og falsificere på de opnåede datasæt ved brug af statistiske metoder. Vi har dog ligeledes valgt at betragte data med en kritisk realistisk tilgang, da denne ikke på samme måde kræver en transitiv kausalitet, hvorfor data ikke nødvendigvis kun er sande og falske, da de kan blive påvirket af en række eksterne faktorer. Ved at benytte den positivistiske tilgang med falsificering og verificering, og den kritiske realisme som baggrund for de endelige konklusioner, mener vi at have givet opgaven en multimetodologisk videnskabsteoretisk ramme, som dermed er med til at højne validiteten af opgavens dataindsamling, analyse og konklusioner.

1.5 Kildekritik / Dataindsamling:

Data kan være biased i forbindelse med rapporter udsendt af kommercielle virksomheder, da der kan være et ønske om at præsentere resultater til en bestemt konklusion. Dette betragtes dog ikke som værende et stort problem i det brugte data, da fremgangsmåderne generelt er ens i såvel de kommercielle som de ikke-kommercielle rapporter. Derudover er det meste data udledt af offentligt tilgængeligt materiale. Enkelte undersøgelser har resultater, der fremkommer af spørgeskema undersøgelser, som kan være biased i forbindelse med at spørgsmålet kan være misforstået af respondenterne.

1.6 Opgavens struktur og sammenhæng:

Opgaven vil være opbygget af 3 dele. Den første del vil beskrive baggrunden for kapitalfondene og deres værdiskabelsesmetoder. Den anden del undersøger om værdiskabelsesmetoderne fungerer i praksis, med

særligt fokus på de operationelle forbedringer i Danmark, og den sidste del giver nogle bud på hvad andre selskaber kan lære af kapitalfondene.

DEL 1: For at forstå kapitalfondens arbejdsmetoder, kræver det at man kender deres opbygning, såvel strukturelt som økonomisk. Samtidig afspejler valget af arbejdsmetoder den investeringsmæssige baggrund for kapitalfondene, hvorfor der i starten vil blive diskuteret deres tankegang om værdiskabelse, samt de alternative investeringsmuligheder investorerne til kapitalfondene har. Når strukturen og baggrunden er på plads, vil vi diskutere de enkelte dele af værdiskabelsesprocessen, startende med de operationelle, finansielle, governance og til sidst handel. Redegørelsen af metoderne vil ikke blot være en præsentation, men også i diskussion af hvordan de teoretisk skaber værdi. Dette vil give en større forståelse af, hvilke dele som er kapitalfondsspecifikke og hvilke som alternativt kan benyttes af alle.

DEL 2: Formålet med del 2 er at undersøge hvorvidt kapitalfondene benytter sig af de i del 1 omtalte værdiskabelsesmetoder. Det primære fokus vil være en operationel regnskabsmæssig analyse af danske porteføljeselskabers operationelle performance i perioden 2007 til 2011. Det testes ved at undersøge udviklingen af en række nøgletal. Udover at teste udviklingen vil alle nøgletal ligeledes blive korrigeret for peers performance. Dette for at undersøge om udviklingen er drevet af porteføljeselskabet selv, eller om der er en general udvikling approksimeret ved peers. Udover at teste den generelle udvikling for porteføljeselskaberne samlet, undersøges ligeledes om udviklingen er drevet af selskaber i top 25%, mellemste 50% eller bund 25%. På denne måde testes robustheden af konklusionen, da hvis den positive udvikling og outperformance alene er drevet af top25, er det ikke til at sige om kapitalfondsmetoden virker.

Den operationelle analyse vil være den dominerende, men de finansielle forhold, governance mekanismer og handelsforhold vil ligeledes blive kommenteret, dog med større fokus på kvalitative diskussioner fremfor empiriske undersøgelser. For at ensarte gennemgangen af DEL 2, arbejdes der ud fra hypotesen at kapitalfundsmodellen outperformer peers.

DEL 3: Ideen med del 3 er at knytte de teoretiske værdiskabelsesmetoder og de empiriske resultater sammen til hvilke initiativer som er kapitalfondsspecifikke og hvilke som almindelige virksomheder kan lære af. De udvalgte områder, vil have forskellig vægt i forhold til beskrivelsen, hvilket har været en vurdering af hvor at en mere detaljeret praktisk tilgang har været nødvendig for at synliggøre pointerne.

Del 1. Investeringsbaggrunden og værdiskabelsesmetoderne:

For at kunne lære af kapitalfondene, kræver det i første omgang at man forstår dem. Det betyder, at man skal forstå, hvorfor de opstod, den økonomiske tankegang, samt hvordan de har udviklet sig over tid. På den måde kan der bedre skelnes mellem, hvilke egenskaber som er kapitalfondsspecifikke og hvilke som er generelle for alle. I litteraturen kendes deres samling af metoder som kapitalfundsmodellen. Det er dog langt fra alle metoder, som bliver brugt hos alle fonde og ved alle handler, men sammensætningen er kapitalfondenes bud på, hvordan man kan optimere værdiskabelsen i en virksomhed. Del 1's fokus vil derfor være at gennemgå de enkelte værdiskabelselementer i kapitalfundsmodellen, fra investeringstankegangen til selve optimeringen og handlen med selskabet.

2. Introduktion til kapitalfonde:

Inden der redegøres for værdiskabelsesmetoderne, er det vigtigt at få hele opbygningen og begreberne bag kapitalfondene på plads.

De første kapitalfonde startede i 1940'erne, men fik først deres rigtige gennembrud i starten af 1980'erne i USA. I dette gennembrud udnyttede kapitalfondene nogle gunstige finansielle og lovmæssige forhold. Den første årsag var, at pensionsselskaberne fik ophævet deres tidligere meget restriktive regler omkring investering i risikofyldte aktiver. Ophævelsen af dette medførte, at kapitalfondene fik tilsagn af langt mere kapital. Den anden årsag var, at topskatten på kapitalgevinster blev reduceret fra 28% til 20% , hvilket var med til at øge incitamentet til investering i mere risikobetonede investeringer. Den sidste årsag var, at kapitalfondene primært benyttede LBO til at købe selskaberne. Her udnyttede man fordelene ved at få skattefradrag for renteudgifter, imens markedet efterspurgte høj forrentning, hvilket kapitalfondene gav dem ved udstedelse af højt forrentede virksomhedsobligationer, kaldet Junk Bonds. Det hele brød dog sammen i forbindelse med at banken Drexel Burnham Lambert kollapsede, hvilket mindskede kapitalfondenes lånemuligheder i starten af 1990'erne. (Rizzi 2009)

Sammenholdes de lovmæssige forklaringer med at flere selskaber blev dårligt ledet, åbnede det mulighederne for kapitalfondskøb (Khan, Vilanova og Hassairi 2011). 1980'erne bestod ofte af corporate raiders og hostile takeovers, hvor kapitalfondens primære fokus var at afnotere selskabet, udnytte de finansielle muligheder og frasælge aktiverne hver for sig for at finansiere de høje gældsbyrder (asset stripping).

I takt med at aktionærerne opdagede, at selskaberne ikke maksimerede shareholder value, begyndte de børsnoterede selskaber at benytte nogle af de samme metoder som kapitalfondene. Især aflønning af ledelsen med aktier og aktieoptioner var en af hovedårsagerne til, at virksomhederne havde mindre incitament til at blive afnoteret (Chew og Kaplan 2007).

Kapitalfondes tilsagn påvirkes meget af deres tidligere performance, da investorerne mener, at hvis kapitalfondene kan forrente 100 mio. på fornuftig vis, så kan de også forrente 1 mia¹. Det er efter Steve Kaplans² overbevisning netop dette forhold, som medførte den seneste kapitalfondsbølge. Opkøbene i 2001-2002 var forholdsvis billige grundet krakket i forbindelse med IT-boblen, hvorfor afkastene i 2003-2005 var forholdsvis gode, hvilket medførte store tilsagn i 2006 og 2007. Finanskrisen har dog sat en stopper for kapitalfondskøbene, hvilket dog mest skyldes de finansielle begrænsninger. (Chew og Kaplan 2007)

Kapitalfondenes opbygning.

Struktur-mæssigt er kapitalfonde ikke en fond i dansk forstand og bliver derfor ikke reguleret efter fondslovene i Danmark. Det er derimod ofte en række personer med baggrund i den finansielle verden, som går sammen om at rejse kapital fra større institutionelle investorer, finansielle institutter og velhavende privatpersoner. Disse tilsagn samles i en investeringsfond, hvori såvel investorerne som partnerne selv indskyder kapital.

Efter at kapitalen er givet som tilsagn, er det kapitalfonden som styrer investeringerne. Dette sker på baggrund af nogle i forvejen definerede retningslinjer, eksempelvis hvor stor en andel af den tilsagte kapital man må investere i enkelte virksomheder (Spliid 2007). Kapitalfondspartnerne opretter et managementselskab, som skal være med til at finde og styre investeringerne og dermed investeringsfondene. Når der generelt tales om kapitalfonde, er det typisk managementselskabet man refererer til. Dog er dette ikke helt korrekt, da managementselskabet kan administrere flere investeringsfonde ad gangen, og det er kombinationen af managementselskab og investeringsfondene, der tilsammen danner en kapitalfond.

Juridisk oprettes investeringsfondene normalt som kommanditistselskaber, hvilket skyldes såvel hæftelses som skattemæssige forhold. Kommanditisten (investoren) hæfter kun for sin andel af det investerede beløb, hvorimod komplementaren (managementselskabet) hæfter ubegrænset. Samtidig ligger beskatningen hos investorerne i stedet for i virksomheden³, hvorfor fonden alene skal tænke på at skabe et

¹ Dette er modsat andre investeringsformer, hvor tidligere performance ikke har samme store betydning.

² Præsentation af Steve Kaplan er professor i entrepreneurship og finansiering på University of Chicago Booth School of Business.

³ Kommanditselskaber er ikke selvstændige skattesubjekter. Indkomst og kapital beskattes hos komplementarerne og kommanditisterne. Dvs. at overskud eller underskud vil indgå direkte på ejernes selvangivelse. Dette betyder, at du som komplementar eller kommanditist kan trække et evt. underskud fra i din øvrige indkomst og dermed spare penge i skat – kilde: <http://www.innofactory.dk/view/Article/45/>

så højt afkast som muligt, imens det er op til de enkelte investorer at skatteoptimere. Managementselskabet derimod er ofte stiftet som et aktie- eller anpartsselskab. Dermed lettes ændring i partnerstruktur, imens den ubegrænsede hæftelse begrænser sig til managementselskabets værdi og dermed kan partnerne maksimalt tabe deres indskudte kapital.

Det er forskelligt hvor store fondene er, men fælles for dem alle er at de typisk har en levetid på 7 til 10 år, hvor de første fem år bruges til selve investeringen i virksomhederne (CEBR 2008), herunder screening, due diligence og transaktion. Kapitalfondspartnerne forpligter sig ligeledes til selv at investere egne midler i fondene, da dette gør dem økonomisk afhængig af den generelle performance, såvel den positive men også den negative.

“Eating their own cooking makes private equity and other active serial investors highly motivated to create value, while maintaining the integrity of the investment process.” Citat Warren Buffet.

Forskellen mellem kapitalfonde og andre investeringsforeninger er, at der i første omgang alene gives tilsagn fra investorerne, hvorefter kapitalfonden først får pengene, når de har fundet et passende selskab. Dette gør, at kapitalfonden alene skal forrente kapitalen i takt med køb af selskaber. Samtidig betyder partnernes indskud, at de selv har noget på spil, hvilket giver dem mulighed for at få større tilsagn end ellers (Haarmeyer 2008).

Afkastet i fonden skabes ved, at kapitalfondene udbetaler udbytte samt afhænder virksomhederne. Dermed vil afkast på de enkelte selskaber ikke blive geninvesteret i nye eller andre selskaber. Afkastet deles efter nogle specielle regler. Når virksomhederne sælges, modtager investorerne først et afkast på 8% kaldet ”hurdle rate”. Herefter modtages 80% af det overskydende afkast. Dermed vil managementselskabet få 20%, hvilket dog først udbetales når alle har fået deres minimumsafkast dækket. Dette kendes som carried interest⁴.

I investeringsfasen modtager managementselskabet en årlig fast betaling på 1-2% af den tilsagte kapital. Dette skal bruges til at dække de løbende omkostninger i forbindelse med investeringsprocessen. Den faste

⁴ Fælles for Europa og USA er at de løbende udbetaler til investorerne. Forskellen er hvornår carried interest udbetales til partnerne. I Europa udbetales carried interest når investorerne samlet set har modtaget 8% af den samlede tilsagte kapital. I USA afregnes investorerne og partnerne i forbindelse med hvert exit, hvorfor kapitalfondspartnerne i nogle tilfælde kan være nødsaget til at tilbagebetale til investorerne. (Spliid 2007)

betaling reduceres i takt med at virksomhederne afhændes og den investerede kapital tilbagebetales (Spliid 2007)⁵.

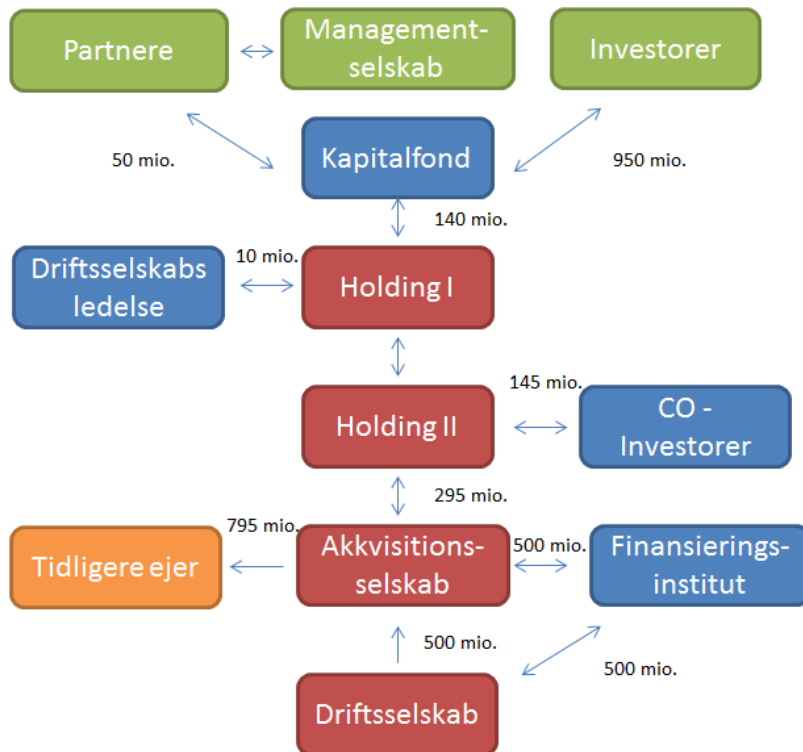
Kapitalfondspartnerne får altså afkastet af deres egen investering, på lige fod med de andre investorer, 20% af afkastet over hurdleraten og den løbende faste betaling på 1–2%.

Ved de enkelte handler vil kapitalfonden ikke være den eneste, som stiller kapital til rådighed. Ofte kræver kapitalfonden ligeledes, at ledelsen i de opkøbte selskab investerer egne midler i selskabet, ligesom andre investorer kaldet CO-investorer kan indskyde yderligere kapital. Disse CO-investorer vil dog i mange tilfælde være de samme, som allerede har indskudt midler i kapitalfonden. (Spliid 2007) Den enkelte selskabsinvestering kan af den ene eller anden årsag være ekstra interessant for netop denne investor. Da CO-investorerne, modsat kapitalfondsinvestorerne, kan bruge deres ejerandel aktivt, vælger kapitalfonden ofte en opbygning via 3 holdingselskaber, hvilket sikrer at de bevarer den bestemmende indflydelse igennem koncernen. Se figur 1 for yderligere forklaring.

Den sidste kapitalindskyder er finansielle institutter. I praksis oprettes et akquisitionsselskab, hvis eneste formål er at købe det nye selskab. Det er i første omgang dette selskab som låner fremmedkapitalen, men efter opkøbet kræver banken at lånet flyttes fra akquisitionsselskabet til driftsselskabet. Dette skyldes, at de ellers ville stilles dårligere i kreditorrækkefølgen i forbindelse med en evt. konkurs. Rent praktisk sker det ved at driftsselskabet låner et tilsvarende beløb, og udbetaler beløbet som udbytte til akquisitionsselskab, som herefter indfrier lånet til banken. Dette kaldes debt push down. Dermed ligner det, at man prøver at tømme selskabet, men kigger man på det som en koncern, vil der ikke være forsvundet noget. Samtidig kræver det, at der i tilbudsdokumentet for børsnoterede selskaber beskrives at man ønsker at foretage et ekstraordinært udbytte umiddelbart efter købet, ellers er dette ikke tilladt de første 12 måneder⁶. Hele processen beskrives i Figur 1.

⁵ Har selskabet modtaget 100 mio. i tilsagn og man bruger 10 mio. i forbindelse med købet af virksomheden, vil man i perioden modtage 1-2% af de 100 mio. Afhændes selskabet efterfølgende til 20 mio, nedsættes de 100 mio. med de oprindelige 10 mio. , hvilket betyder de 1-2% nu betales på baggrund af 90 mio.

⁶ § 184, stk. 2 i selskabsloven.



Investeret kapital/Ledelse:

Kapitalfond: Partnere og investorer indskyder kapital og ledes af managementselskabet.

Virksomhed: Kapitalfonden, driftsselskabets ledelse, CO-investorer og finansieringsinstitutter indskyder kapital, og ledes af driftsselskabets ledelse

Bestemmende indflydelse:

Kapitalfonden vil have bestemmende indflydelse da Holding I vil have $140+10=150/295 = 50,8\%$ af Holding II. Hvis CO-investorer havde investeret direkte i Holding 1, ville de have $145/295 = 49,2\%$ og kapitalfonden $140/295 = 47,5\%$ - og kapitalfonden var dermed afhængig af driftsselskabets ledelse. Ved denne struktur har kapitalfonden bestemmende indflydelse over Holding 1 og derigennem Holding 2 til Akk.selskab og til sidst driftsselskabet.

Debt push down:

Banken udsteder et lån på 500 mio. til akquisitionsselskabet, som derefter betaler $295+500=795$ til de tidligere ejere. Herefter udstedes nyt lån til driftsselskabet på 500 mio, hvilket de udbetaler som udbytte til akquisitionsselskabet som bruger pengene til at tilbagebetale det første lån. Hermed er lånet nu hos driftsselskabet.

Figur 1 - Kapitalfondsoptionering og investering og finansiering af porteføljeselskab - Kilde: Egen tilvirkning med inspiration (Spliid 2007)

Ovenstående giver et kort indblik de historiske og strukturelle forhold for kapitalfonden. De efterfølgende afsnit forklarer hvad det er kapitalfondene har særligt fokus på når de leder efter virksomheder og hvorfor det skulle være værdiskabende.

3. Kapitalfondsværdiskabelse = optimering af shareholder value

Nøgleordet for kapitalfonde er værdiskabelse. Denne kan måles og betegnes på flere forskellige måder. Derfor er det vigtigt at vide, at der i kapitalfondenes øjne alene er skabt værdi, såfremt man har øget shareholder value, da virksomhedens performance i sidste instans måles på, hvad der udbetales til investorerne⁷.

Da kapitalfondspartnerne typisk er personer, som tidligere var tilknyttet den finansielle sektor, har optimering af shareholder value altid været nøgleordet i deres hverdag. Den finansielle baggrund gør

⁷ Dvs. både direkte som udbytte og indirekte ved højere aktiekurs.

samtidig, at kapitalfondenes primære formål ikke er at drive selskabet, men derimod at optimere og sælge det videre til en højere værdi, end da de købte det.

Dette virker måske for nogen indlysende, men synspunktet kan dog konvergerer med andre diskussioner omkring, hvilken værdi som en virksomhed skal optimere, hvor forslag som stakeholder value eller shared value creation fremhæves af at være vigtigere end shareholder value.

Tankegangen bag stakeholder value er, at virksomheden skal optimere værdien for alle interessenter, da man dermed vil få et bedre forhold til sine kunder, medarbejdere, samfundet osv. Fordelen ved at tænke i disse baner er, at det er med til at opbygge en komparativ fordelagtig profil, som er svær at kopiere og samtidig får virksomheden til at virke mere legitim (Keim 2001). Denne profil vil afspejle sig på ledelsen, som vil få kreditten for denne udvikling. Problemet opstår, hvis udviklingen af virksomheden sker på bekostning af aktionærernes værdi. Undersøgelser viser, at det er vigtigt at have fokus på sine primære stakeholders, da det er med til at give en positiv værdi for virksomheden. Et for stort fokus på sekundære stakeholders kan dog være med til at destruere shareholder value (Keim 2001).

En anden værdiskabelse som kan konvergere mod shareholder value er personlig værdiskabelse. Dette kan sagtens gå hånd i hånd med shareholder value, men man skal blot sikre sig, at den personlige værdiskabelse ikke forfordeler enkelte aktionærer eller ledelsen.

Et eksempel på problematikken: Direktøren, som tidligere var 100% ejer af et selskab, vælger at børsnotere selskabet og dermed dele ejerskabet, men bliver siddende som administrerende direktør. Selskabet ejede før opkøbet et privatfly, og omkostningerne til dette gik ud over aktionærernes afkast. Tidligere betød dette, at direktøren var indifferent med om han selv eller selskabet ejede flyet. Men nu hvor selskabet ejes af flere aktionærer, har direktøren stadig den fulde glæde af flyet, men deler nu omkostningen herved med flere. Dermed har direktøren forfordelt sig selv i forhold til andre aktionærer. Samme problemstilling kunne også opstå ved ansættelse af en ny direktør, som selv tildeler sig større frynsegoder, men som ikke umiddelbart giver aktionærerne værdi.

En anden problemstilling kendes i litteraturen som imperiebygning og handler om prestige. Dette kan være tilfælde, hvor investeringerne i virksomheden foretages på baggrund af direktørens egne ønsker om f.eks. at være landets største virksomhed målt på antal medarbejdere. Hvis dette ikke er værdiskabende for virksomheden, har direktøren destrueret værdi i forhold til, hvis der i stedet var udbetalt udbytte til ejerne. Ledelsen har altså handlet imod aktionærernes interesser (Jensen 1986).

Eksempler som ovenstående var faktisk en af årsagerne til kapitalfondenes opståen, da de observerede at virksomhedernes midler ikke blev brugt i overensstemmelse med aktionærernes ønsker og dermed destruerede værdien for de samlede aktionærer.

Denne problemstilling er kendt som agentomkostningerne, hvilket opstår når selskabets ejer og ledelse er forskellige, hvorfor de kan have forskellige interesser. Dvs. agenten (ledelse) kan vælge at udføre opgaver som øger stakeholder value, da det giver denne personlig værdi, men det sker på bekostning af ejerne (principalen). Derfor handler det om at minimere disse omkostninger.

Hvorfor agentomkostningerne opstod og hvordan kapitalfondene forsøger at minimere dem, bliver gennemgået i de efterfølgende afsnit.

4. Investeringsbaggrunden for kapitalfonde:

Først kræver det dog at man husker på, at kapitalfonde primært er en alternativ investeringsmulighed for pengestærke virksomheder eller personer, der efterspørger et mere risikofyldt produkt end markedet tilbyder. Netop dette forhold er en medvirkende faktor til deres succes, da kapitalfonden påstår at kunne skabe en højere forrentning end andre alternativer også i dårlige tider.

For endeligt at forstå hvorfor kapitalfondene kan tiltrække kapital, skal man kigge på investorernes alternative investeringsmuligheder og hvordan kapitalfonden adskiller sig herfra, dette være sig de passive porteføljeinvesteringer og de mere aktive hedgefonde og Venturefonde.

4.1 Porteføljeinvestering og agentomkostninger:

Det mest kendte alternativ til kapitalfondsinvesteringen er investering i børsnoterede aktier, hvor langt de fleste gør brug af porteføljeteorien omkring maksimering af risiko/afkast forholdet ved at sprede risikoen. Porteføljeinvesteringsstrategien stammer fra en artikel i 1952 af Harry Markowitz (Markowitz 1952), hvor han prøvede at vise, hvordan man kunne reducere risikoen i sin portefølje ved at sammensætte aktier, som ikke reagerede ens på markedsændringer.

I porteføljeinvestering deles markedet op i en firmaspecifik (usystematisk) og en markedsræssig risiko (systematisk). Markedsrisikoen påvirkes af makroøkonomiske tendenser, hvorimod den firmaspecifikke påvirkes af forretningsmodellen, ledelsen og det marked som virksomheden befinder sig i. Derfor er formålet med porteføljeteorien, at udligne de enkelte aktiers risiko ved at vælge selskaber som reagerer forskelligt i.t.t. hinanden. Fordelen ved porteføljeinvestering er altså, at porteføljemanageren "blot" skal sørge for at finde den rigtige fordeling mellem aktiverne, og dermed kan bruge alt sin tid herpå, frem for også at tage stilling til og aktiv deltage i, hvordan de enkelte selskaber drives.

Ulempen ved porteføljeinvestering er at denne strategi fra ejerne (repræsenteret af porteføljemanageren) kendes af ledelsen i de enkelte selskaber. Dermed ved ledelsen, at de har mulighed for at drive selskabet mere eller mindre som de ønsker det, frem for hvad der er bedst for aktionærerne jf. eksemplerne i afsnit 3 omkring shareholder value.

Forklaringen på hvorfor aktionærerne ikke griber ind, er at det er yderst omkostningstungt at sætte sig ind i alle selskaberne i deres portefølje. Denne problemstilling er kendt som free-rider problematikken. Årsagen til den kaldes free-rider problemet er, at hvis en investor aktivt skal gøre noget for selskabet, men eksempelvis kun ejer 30% af aktierne, så vil investoren afholde hele omkostningen ved det aktive ejerskab, men vil kun modtage 30% af gevinsten. Dermed vil de resterende aktionærer modtage gevinsten af en anden investors arbejde, og har derfor været free rider på gevinsten. Alt andet lige er det dermed billigere for investorerne at diversificere sig ud af problematikkerne omkring de firmaspecifikke problemstillinger.

Det er netop denne problematik, som kapitalfondene valgte at gøre noget ved i starten af 1980'erne, da de kunne se at forskellen mellem shareholder value og stakeholder value blev for stort, og at selskaber som umiddelbart så fornuftige ud ikke opnåede deres fulde potentiale, hvorfor kapitalfondene mente de kunne øge selskabernes værdi ved at foretage nogle forskellige initiativer. Selskabets aktie var måske korrekt værdiansat ift. dets performance, men ved at optimere brugen af den investerede kapital var det muligt efter kapitalfondens overtagelse af selskabet at påvirke kursen yderligere og samtidig modtage hele fortjenesten. Dette kræver dog, at man køber størstedelen af selskabet, således man får bestemmende indflydelse. Da kapitalfonde typisk afnoterer selskabet, kræver det en højere aktieandel at have bestemmende indflydelse, da ejere af private selskaber ofte er meget mere aktive end i børsnoterede, hvor selv aktieandele på 10% kan give bestemmende indflydelse på generalforsamlingen. I Danmark findes ligeledes en række "takeover defences" som kan indarbejdes i vedtægterne, men disse kan fraviges ved at købe 90%⁸ af de børsnoterede aktier, da de dermed kan tvangsindløse resten og få hele ejerskabet. Dermed får ejeren både værdien af at sikre selskabet drives korrekt og hele afkastet af den omkostning, der ligger i at overtage og aktivt administrere det.

4.2 Hedgefondsinvestering:

En anden aktiv investeringsform er hedgefonde. Ligheden mellem hedgefonde og kapitalfonde er at de begge leder efter fejlvurderede virksomheder, som de efterfølgende højtgearet investerer i. Netop den høje gearingen har ført til at hedgefonde og kapitalfonde bliver kritiseret for at øge risikoen på de

⁸ Årsagen til man skal eje 90% skyldes nogle specifikke regler i den danske selskabslov, som gør at ejes over 90% af aktierne kan majoritetsaktionæren indfri de resterende aktier jf. §70 i selskabsloven.

finansielle markeder, og at deres afkast ikke står til måls for denne risikoafvejning (Rose 2007). Problemstillingen har ligeledes gjort at kapitalfonde og hedgefonde sammenlignes og nogle gange betragtes som ens, eksempelvis når lovgiver laver regler, som gælder dem begge. Dette kan være problematisk for kapitalfondene, da problemstillingen omkring hedgefonde er, at de ikke altid kun forsøger at skabe værdi, da de, modsat kapitalfonde, investerer i både korte og lange positioner. Dette betyder, at de i nogle tilfælde håber selskabet går konkurs, da det giver det højeste afkast ved den korte position. Derfor betragter samfundet hedgefonde som farlige, og vælger at lave nogle generelle stramninger, som formindsker deres muligheder. Reglerne rammer både kapitalfondene og hedgefondene, selvom kapitalfonde i langt de fleste tilfælde har et godt forhold til deres stakeholder, da deres værdi alt andet lige forøges ved en stigning i virksomhedens værdi (C. Rose 2007).

Et andet lighedspunkt er, at deres performance begge måles som absolutte afkast, hvilket vil sige at deres investering skal give positive afkast uafhængigt af markedsudviklingen, hvorimod porteføljeinvesteringen skal klare sig bedre end et indeks.

En forskel mellem hedgefonde og kapitalfonde, udover at kapitalfonde ikke håber på at selskabet performer dårligt, er at hedgefonde ofte benytter investeringer i børsnoterede selskaber, og dermed får gevinsten ved kursændringer. Kapitalfonde derimod tjener pengene ved at drive afnoterede selskaber og sælge det med gevinst.

4.3 Venturefondsinvestering:

Et tredje alternativ er investeringer i venture fonde. Dette er fonde, som specialiserer sig i at finde nystartede selskaber indenfor diverse vækstbrancher, hvor de kan se et fremtidigt potentiale, men som ikke har den likviditet og/eller erfaring, det kræver for at indfri potentialet. Kapitalfonde opkøber derimod modne selskaber, hvor de har fundet optimeringsmuligheder.

Venture fondenes investeringer er mere usikre mht. fremtidig indtjening, tidshorisont, og pengestrømme. Samtidig er aktivmassen lav, hvorfor næsten al kapitalen vil gå tabt ved en konkurs, da likvidationsværdien er tilsvarende lav. Ofte er venturefonden minoritetsaktionær i selskabet, og går dermed ikke ind og overtager ledelsen af selskabet, men har derimod en rolle som sparringspartner. Dette øger venturefondens risiko for at det enkelte porteføljeselskab går konkurs, men er samtidig mindre tidskrævende og omkostningstungt, hvilket giver mulighed for at investere i et større antal selskaber. Derfor gearer venturefonde heller ikke deres investering, da de for det første ikke har den bestemmende indflydelse til dette, men risikoen og dermed renten er også for stor. Dette er forskelligt fra kapitalfondene,

der typisk overtager hele selskabet og bruger gældsoptagelse til optimering af kapitalstruktur og governance mekanismer jf. senere afsnit.

Venturefonde oplever ofte, at deres investeringer er urentable, men dette opvejes af de få selskaber, der bliver en succes. Det vigtigste for venturefonden er altså, at have en høj nok succesrate, så fonden samlet giver overskud. Derfor investerer de typisk i flere selskaber end kapitalfondene, da sandsynligheden for succes dermed forhåbentlig bliver større, da man kan brede sig til flere brancher, hvorved sandsynligheden for at ens porteføljeselskab er i en branche med høj fremtidig vækst stiger⁹. Kapitalfondens performance vil derimod blive voldsomt påvirket af en enkelt konkurs, grundet den større investering og det færre antal selskaber.

5. Kapitalfundsmodellen

Aktive investorer adskiller sig altså fra normale børsnoterede aktieinvesteringer ved at mene, at de kan skabe en højere værdi ved aktivt at påvirke værdien af selskaberne, og at denne værdiskabelse dermed retfærdiggøre den højere risiko, man alt andet lige har ved at investere i private selskaber frem for børsnoterede¹⁰. Derfor kræver det, at kapitalfondene udvikler nogle metoder som kan skabe denne ekstra værdi, deriblandt nedbringelse af agentomkostninger.

Det handler altså om at kunne finde de undervurderede virksomheder, optimere og handle dem til en fornuftig pris, såvel når de købes som når de sælges. Dette afsnits formål er derfor at beskrive kapitalfondenes bud på værdiskabelsesmetoderne, da dette vil hjælpe til at vurdere, hvorvidt de enkelte metoder er kapitalfondsspecifikke eller ej.

Kapitalfondsmetoderne er typisk inddelt i de fire følgende områder, som selvfølgelig mere eller mindre er afhængige af hinanden.

5.1 Operationel forbedring

Det første område handler om at gøre selskabet operationelt bedre. Generelt kan der være tale om to slags optimeringer. Den ene er de selskaber, som ikke har været drevet ordentligt, og hvor kapitalfonden går ind og forbedre driften, således de opnår deres fulde potentiale. Den anden slags optimering er selskaber, som er drevet godt, men ikke selv har kompetencerne til at komme op på det næste niveau. Dette kan skyldes, at de ikke kan få finansiering og dermed mangler likviditeten til at vækste og øge kendskabet til virksomheden. Det kan også være, at de mangler de rette faglige kompetencer og viden, der skal til for at

⁹ <http://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/>

¹⁰ Blandt andet pga. likviditetsrisikoen

udvide markedsområderne såvel nationalt som internationalt. Det kan kapitalfonde hjælpe med ved at tilføre de rigtige ressourcer.

Samlet handler det for kapitalfondene om at optimere virksomhedens afkast af den investerede kapital, enten ved at øge omsætningen, sænke omkostningerne eller ved at optimere balancen.

Et af argumenterne for, at de er bedre til ovenstående, skyldes deres dybdegående due diligence i forbindelse med opkøbet¹¹. Denne due diligence består af en strategisk, juridisk og skattemæssig del, hvor kapitalfonden hyrer eksterne konsulenter som revisorer, konsulenter og advokater til de områder, hvor de ikke selv har kompetencerne (Spliid 2007). I forbindelse med due diligencen udarbejdes ligeledes den samlede strategi for virksomheden. Ved at have strategien på plads fra dag ét, skal ledelsen ikke bruge tid på at udarbejde nye strategier, men derimod alene have fokus på implementeringen af ændringerne. Fordelen ved dette er, at man ikke mister fokus på kerneforretningen, ligesom virksomheden er under et stort tidspres, da de hurtigst muligt skal tilbagebetale investorernes kapital. Tidspreset medfører endvidere, at virksomheden skal være ekstremt fokuseret på at præstere og levere resultater med det samme.

Udover due diligence processen har kapitalfonde den fordel, at de som tidligere nævnt ofte består af en række personer med baggrund i konsulentverdenen og den finansielle sektor, hvorfor disse ofte har oparbejdet en stor knowhow og et godt netværk. Disse egenskaber kan de benytte, ved enten selv at hjælpe virksomheden aktivt eller ved at finde personer gennem deres netværk med de kompetencer, det kræver at udvikle virksomheden. Personerne kan allerede være fundet i forbindelse med due diligence processen, og vil kan være personer som en virksomhed normalt ikke selv ville have haft mulighed for at tilknytte.

Da kapitalfonde har fokus på tilbagebetaling til deres investorer, betyder det at de har større fokus på cash flow frem for regnskabsmæssige resultater. Dermed er det pengestrømmene som skal optimeres, hvilket kan ske ved enten at optimere EBITDA eller og sænke pengebindingerne i balancen.

EBITDA optimeres ved at omsætningen øges, ved strategisk at gøre virksomheden bedre vha. af opkøb, branding og udvikling af nye produkter, imens omkostningerne gøres mindre ved at optimere virksomhedens udgifter, således såvel maskinerne og medarbejderne er mere produktive.

¹¹ Andre selskaber som foretager opkøb må formodes at foretage lignende due diligence, derfor argumenteres der ikke for at de har en fordel fordi andre ikke foretager DD men i stedet fordi man ser det i forhold til selskaber som ikke lige er blevet købt.

Den sidste måde at skabe likviditet på, er ved at holde styr på pengebindinger i balancen, hvilket betyder man skal optimere brugen af arbejdskapitalen (Net Working Capital).

Nedenfor nævnes nogle yderligere særlige forhold som kapitalfondene udnytter for at optimere selskabet.

Familieejede selskaber

En anden vigtig detalje i forbindelse med værdiskabelsen er en samlet vurdering af, om selskabet er den rette ejer af de forskellige aktiviteter. Et af de steder hvor det er interessant, er i forbindelse med køb af familieejede selskaber. Bestyrelsen i disse selskaber er ofte familien selv, nære venner eller familiens advokat. Derfor kan svære beslutninger som fyringer og frasalge være hårdere/sværere for dem. Det skyldes at det ofte er deres livsværk, måske gennem flere generationer, og tilknytningen til de ansatte kan være stor. Da kapitalfondene har en investeringsmæssig tilgang til virksomheden, kan de med andre øjne og mere objektivt, vurdere hvilke dele som er interessante og hvilke dele som skal lukkes eller frasælges. Dette hænger sammen med, at kapitalfonde kun har fokus på optimering af shareholder value.

Er kapitalfonde de nye konglomerater?

En lignende problemstilling opstår hos konglomerater. De har i første omgang fokus på at skabe værdi ved at købe selskaber i forskellige brancher. Dermed forsøger konglomeraterne at sprede eksponeringen ift. markedet, ved at have selskaber som påvirkes forskelligt. Denne tankegang ligner porteføljeinvesteringen. Kapitalfonde var dog nogle af de første der i stedet mente at det bedre kunne betale sig for investoren selv at stå for denne diversificering (Spliid 2007). Samtidig har det vist sig at virksomheder ofte er mere værd hver for sig end samlet, hvilket skyldes at ledelsen ikke har den rette kompetence til at drive forskellige slags virksomheder (Pettit 2007).

En anden mulighed for konglomerater er, at bruge deres cash cow selskab til at finansiere købet af et selskab i en værkfase, for på den måde at forlænge konglomeratets levetid. Denne form for reinvestering i selskaber udenfor virksomhedens kerneområde har dog empirisk ikke vist sig værdiskabende (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Kapitalfondene og konglomeraterne ligner dog hinanden på flere måder, da de begge udnytter nogle synergier mellem virksomhederne og disses stordriftsfordele. Forskellen er dog, at hvor konglomerater køber selskaber for at beholde dem, køber kapitalfonde alene selskaberne for at sælge dem. Dermed kan konglomerater beholde selskaber i længere tid end optimalt. Det begrundes med baggrunden for henholdsvis kapitalfondspartnerne og konglomeratets ledelse. Hvor kapitalfondspartnerne har finansiell baggrund og dermed fokus på transaktionen, har ledelsen i konglomeratet ofte en virksomhedsmæssig

baggrund, hvilket gør at deres fokus er på driften. Dermed kan et frasalg af divisioner anses som en fejl i deres strategi, frem for en økonomisk vurdering af om det alternativt er mere værd for en anden (Barber og Goold 2009).

Børsnoterede vs. private selskaber:

Udover optimering af driften og vurdering af hvorvidt man skal investere, frasælge eller lukke aktiviteter, har kapitalfonde ligeledes en mere indirekte værdiskabelsesmetode. Denne hænger sammen med forholdet mellem børsnoterede og private selskaber.

Årsagen til at man i første omgang valgte at blive børsnoteret, skyldtes muligheden for at skaffe kapital samt de bedre muligheder for handel med ejerandelene. Udfordringerne omkring børsnotering er de tidligere omtalte agentomkostninger. I de senere år er der ligeledes opstået nogle problematikker omkring overholdelse af en række regler kendt som compliance. Dette har medført at mange børsnoteret selskabers bestyrelse i højere grad bruger tid på dette, frem for udvikling af forretningsmæssige strategier. Samtidig har tidligere tiders svindel, hvor Enron er godt eksempel, betydet at der stilles større krav til ledelsen. Derudover er informationskravet fra aktionærer, analytikere og medier til ledelsen øget, hvorfor uforholdsmæssigt meget tid går med dette frem for at fokusere på den daglige drift (Haarmeyer 2008).

Sammen med offentliggørelse af kvartalsmæssige indtjeningsmål har det gjort, at børsnoterede selskaber kan handle mere kortsigtet end hvad der er optimalt. Samlet set kan det betyde, at omkostningerne ved at være noteret overstiger gevinsten. Dette er især gældende for kapitalfonde, da fordelene omkring kapitalanskaffelse ikke er nødvendigt grundet deres investorer og finansielle muligheder. Samtidig har private selskaber større handlefrihed, da de ikke skal offentliggøre den samme mængde information, ligesom især deres aflønningsmuligheder ikke er under samme restriktioner.

Michael Jensen¹² mener i tilknytning til dette at selskaber ikke bør være på børsen, hvis de ikke har betydningsfulde vækst muligheder, da de dermed ville være mere værd afnoteret. (Chew og Kaplan 2007)

Kapitalfonde har dermed en række metoder til at skabe den operationelle forbedring, hvor den store forskel mellem kapitalfonde og andre selskabstyper er den ekstra tilknytning af viden og de særlige forhold, som deres selskabsform giver ift. andre typer. Derudover giver finansieringsmulighederne, som gennemgås nedenfor, også nogle fordele ift. driften, hvilket bl.a. handler om en større handlefrihed grundet den ro det alt andet lige giver, ikke at skulle komme med indtjeningsmål til offentligheden hvert kvartal.

¹² Michael Jensen er professor i Business Administration på Harvard University.

5.2 Funding

En anden vigtig del af værdiskabelsen er kapitalfondenes valg af funding. Især finansieringen af opkøbene har stor betydning for kapitalfondene, hvilket skyldes at der både ligger en værdiskabelse gennem lavere finansieringsomkostninger, skattemæssige fordele og nogle governance mekanismer i gældsstyringen (gennemgås i næste afsnit). I dette afsnit gennemgås derfor, hvordan fremmedkapitalfinansiering kan virke værdiskabende såvel økonomisk som regnskabsmæssigt. Derefter gennemgås hvilke fordele som kapitalfondene har heri, samt hvordan kapitalfonde finansierer opkøbene ved en præsentation af LBO

Når man finansierer en virksomhed, såvel ved opkøbstidspunktet som ved den løbende drift, handler det om at finde den rette balance mellem egenkapital og fremmedkapital. Dette kaldes i finansieringslitteraturen optimering af kapitalstrukturen. Hvad der er den optimale kapitalstruktur, findes der ikke en endegyldig formel for, men det handler generelt om at sammensætte forholdet mellem gælden og egenkapitalen, således det samlede afkastkrav for virksomheden bliver minimeret.

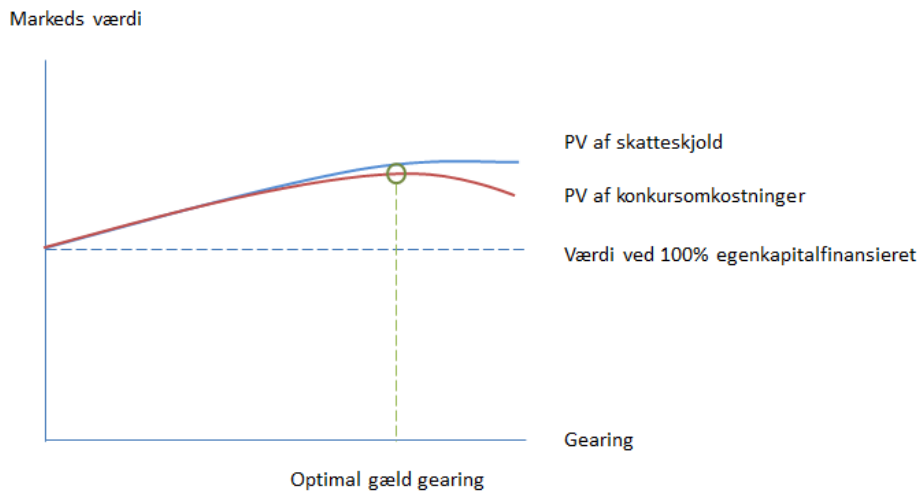
For at forstå denne sammenhæng skal man tænke på, at værdien af en virksomhed teoretisk er nutidsværdien af de fremtidige cash flows, som selskabet genererer. Disse cash flows kan både komme som en konsekvens af virksomhedens performance, men kan også være værdien af salg af aktiver(likvidationsværdien). For at finde nutidsværdien skal de fremtidige cash flows justeres for afkastkravet og tidsværdien, således man i princippet er indifferent med om man modtager beløbene nu eller i fremtiden.

Den mest populære måde at vise virksomhedens afkastkrav på er WACC (weighted average cost of capital), som udtrykker det samlede afkastkrav der skal forrentes hos fremmedkapitalsindskyderne og egenkapitalindskyderne. Da renten på fremmedkapital er lavere end afkastkravet til egenkapitalen, ligner det umiddelbart at selskabet blot skal finansiere langt den største del med fremmedkapital. Miller og Modigliani¹³ hævder dog at kapitalstrukturen i en verden uden skatter er irrelevant for værdien af virksomheden, da en højere gearing alt andet lige vil føre til en større risiko for ejerne, hvorfor deres afkastkrav bør stige. Derfor vil valg af finansiering ifølge Miller og Modigliani ikke have nogen betydning. Da man i praksis hverken er fri for skatter, transaktionsomkostninger eller har frie lånemuligheder, præges værdien også af nogle andre faktorer. Især renteskattefradraget er med til at øge værdien af selskabet, da man modsat ved udbetaling af dividende til ejerne har fradragetsret for renteudgifterne. Derfor giver det en

¹³ Både Merton Miller og Franco Modigliani er nobelprisvindere i økonomi.

positiv værdi for selskabet frem for 100% egenkapitalfinansieret, så længe renteskatteskjoldet kan indeholdes af de nutidige eller fremtidige driftsoverskud.

Derfor er værdien af selskabet en afvejning af forholdet mellem værdien ved 100% egenkapital, værdien af skatteskjoldet og konkursomkostninger, hvilket illustreres i Figur 2.



Figur 2 – Cost of capitals påvirkning af skatteskjold og konkursomkostninger – Kilde: (Brealey, Myers og Allen u.d.).

Det optimale punkt er punktet, hvor den marginale ændring i nutidsværdien af skatteskjoldet er lig den marginale ændring i konkursomkostningerne. Med den viden handler det dermed for kapitalfondene om at få så fordelagtige lånemuligheder, samtidig med at konkursomkostningerne holdes nede. En mere dybdegående diskussion heraf kommer i Del 3.

Kapitalfondene har gennem tiden opnået stadig stigende kapitaltilsagn, hvorfor det har været muligt at købe større virksomheder, da man har haft mere egenkapital at indskyde. En del af forklaringen ligger i, at flere undersøgelser viser, at kapitalfonde der har performet godt før, har højere sandsynlighed for at gøre dette igen - en tendens man ikke ser i andre investeringstyper som hedgefonde eller porteføljeinvesteringer (Aigner, et al. u.d.). Derudover behøver kapitalfondene ikke have en lige så stor egenkapital, da de hurtigt kan indskyde kapital fra fonden såfremt dette skulle blive nødvendigt, uden at skulle igennem en langvarig aktieemission eller gennem aftale med flere ejere.

Derfor har finansieringen også en mere driftsmæssig daglig betydning for selskaberne. Dette vender tilbage til maksimering af shareholder value, hvilket regnskabsmæssigt handler om at øge egenkapitalforretning

(herefter ROE, return on equity)¹⁴, der er den årlige værdiforbedring af egenkapitalen. Roe måles normalt som årets resultat ift. egenkapitalen primo. En anden måde at vise egenkapitalforrentningen på, er ved at dele værdiskabelse op i den daglige drift (operationelle forbedringer) og en finansiel påvirkning.

$$ROE = \underbrace{ROIC}_{\text{Drift}} + \underbrace{(ROIC - NFO) \frac{NRBG}{EK}}_{\text{Funding}}$$

Den nemmeste måde at forstå, hvordan fremmedkapitalfinansiering kan være værdiskabende, er ved at se på et par eksempler.

Antag at et selskab er 100% egenkapitalfinansieret. Hvis dette var tilfældet vil der ikke være nogen gearing NRBG (netto rentebærende gæld)/EK (egenkapital) og "Funding" vil dermed være nul. Altså ville afkastet på driften (Return on Invested Capital, herefter ROIC) være lig ROE. Scenarie 1 i Figur 3 viser dette tilfælde, da ROE er årets resultat/Egenkapitalen¹⁵.

Antag nu at selskabet har samme aktivmasse, men vælger at finansiere virksomheden med 50% gæld og 50% egenkapital. Hvis den effektive lånerente (NFO) er mindre end ROIC, vil kravet til den investerede kapital falde og man vil dermed få en højere forrentning af egenkapitalen. Eller sagt med andre ord - man vil tjene relativt mere på virksomheden ved en mindre egenkapital (Scenarie 2).

Dette vender tilbage til, om det altid kan betale sig at låne op. Det er ikke tilfældet, hvis lånerenten er større end ROIC, da det dermed vil være relativt dyrere at finansiere den samlede virksomhed med gæld frem for egenkapital, hvorfor forrentningen vil blive dårligere (Scenarie 3).

Hvad er det så kapitalfondene gør? Kapitalfondene kan altså, hvis de har en ROIC større end NFO (herefter kaldet rentespread) skabe en højere ROE end hvis de havde finansieret virksomheden alene med egenkapital. Det betyder, at de selvfølgelig får en mindre del af overskuddet, da noget af det går til fremmedkapitalsafdækning, men giver samtidig den mulighed at de for samme egenkapital kan købe større virksomheder, hvilket dermed i sidste ende giver et højere absolut afkast. Scenarie 4 til 6 viser dette forhold.

¹⁴ Dette er ikke helt korrekt. Vi vil senere vise at værdiskabelsen opstå, når ROIC > Cost of capital eller ROE > cost of equity, men en forudsætning for dette er selvfølgelig en stigende ROE.

¹⁵ Hvis man skal være helt præcis er det totalindkomst/Egenkapitalen, da dirty surplus poster (poster reguleret direkte på balancen) ikke indregnes i resultatopgørelsen.

	Scenarie 1	Scenarie 2	Scenarie 3	Scenarie 4	Scenarie 5	Scenarie 6
NOPAT	100	100	100	150	200	1.000
Renter	-	40	60	40	80	720
Årets resultat	100	60	40	110	120	280
Egenkapital	1.000	500	500	1.000	1.000	1.000
NRBG	-	500	500	500	1.000	9.000
Investeret kapital	1.000	1.000	1.000	1.500	2.000	10.000
ROE	10%	12%	8%	11%	12%	28%
ROIC (NOPAT/IK)	10%	10%	10%	10%	10%	10%
RF	0%	8%	12%	8%	8%	8%

Figur 3 – ROEs påvirkning af forskellig gearing og rente – Kilde: Egen tilvirkning

Som sagt er dette den regnskabsmæssige værdiskabelse, men denne må ikke forveksles med økonomisk værdi. En øget egenkapitalforrentning gennem højere gearing er i sig selv ikke værdiskabende, da man har pådraget sig en større risiko, hvorfor der først er skabt værdi, hvis forrentningen er større end afkastkravet.

Finansieringen består altså af en renteomkostning (NFO) og et lånebeløb (NRBG). Hvilke lånemuligheder virksomheden har, afhænger af deres kreditrating, da denne bestemmer hvilken rente man skal betale for en bestemt gearing. Derfor er det vigtigt, at man som kapitalfond eller som selskab sætter sig ind i driverne bag disse kreditratings.

De typiske forhold heri er

- Konkursomkostninger (som er en beregning af sandsynligheden for konkurs)
- Sikkerhed (aktiver som kan sættes i pant)
- Pengestrømme (det frie cash flow)
- Sustainable growth (i hvor høj grad finansieres væksten af egne midler og residualen hvor mange penge man vælger at udbetale i dividende).

For at minimere agent/principalproblematikken mellem långiver og låntager indbygger finansieringsinstitutterne ofte nogle covenants i deres låneaftaler. Dette er en aftale om, at långiver kan refinansiere eller indfri lånet, såfremt selskaber f.eks. ikke overholder nogle fastsatte nøgletal. Derfor er forhandlingen af disse covenants af samme vigtighed for værdiskabelsen som forhandlingen af gearingen og renten.

Kapitalfondene søger derfor at få en så høj gearing, til så lav en rente som muligt, med færrest mulige covenants.

For at kapitalfonden skal skabe værdi ved ændring i kapitalstrukturen, skal de kunne indgå bedre aftaler end den tidligere ejer, hvorfor de skal have nogen fordele på de finansielle markeder. Kapitalfondene mener selv, at de har disse fordele. Dette skyldes, at banken føler sig mere sikker i kapitalfondsopkøbene. En af årsagerne er, at kapitalfondene løbende har brug for de finansielle institutioner til finansiering af deres fremtidige opkøb, hvilket øger incitamentet for ikke at lade virksomheden gå konkurs og dermed pådrage instituttet tab. Derfor vælger kapitalfondene typisk ikke at bruge alle de tilsagte midler, da de dermed har mulighed for at indskyde yderligere kapital, såfremt selskabet skulle komme i problemer. Et andet forhold er de store personlige indskud partnerne selv investerer¹⁶ i selskabet, da banken dermed formoder, at de vil gøre en ekstra indsats for at redde selskabet. Et tredje forhold er, at banken sommetider får mulighed for at se den strategiske due diligence, hvilken er meget udtømmende og dermed indeholder mange af de samme oplysninger, som dem de selv ønsker at kende om virksomheden. Dermed mindskes den asymmetriske information og vil give mere fordelagtige lånevilkår (Ivashina og Kovner 2011). Samlet set mener kapitalfondene, at disse forhold giver dem nogle bedre lånevilkår end andre på markedet.

Ovenstående fokuserer mest på finansiering gennem finansieringsinstitutter, men flere kapitalfonde benytter sig ligeledes af andre finansieringskilder. Især mindre dækkede finansieringsalternativer har været populære. Dette kendes som mezzaninkapital.

I Danmark er kapitalfondenes valgte kombination af gældstype og deres lånevilkår ofte som vist i nedenstående Figur 4¹⁷.

Kapitalstruktur ved LBO			
Finansiering	Seniorgæld	Mezzanin	Egenkapital og aktionærlån
% af kapitalstruktur	45-65%	10-20%	25-40%
Forventet afkast	Euribor + 1,75-3,25 %	Euribor + 9-13 %	15-30 % (IRR)
Gearing	4-5 x EBITDA	5-6 x EBITDA	> 6 x EBITDA
Afdragsprofil	A: 7 årig serie lån B: 8-årig stående lån C: 9-årig stående lån Stående lån		
*Bemærk at data er fra 2007 - hvorfor ændringer i forbindelse med finanskrisen ikke fremgår af tallene			

Figur 4 – Kapitalstruktur ved LBO Kilde: Spliid 2007 – oprindelig Nordea.

Sammenlignes Figur 4 med det internationale niveau, der i perioden fra 1997-2005 lå på 25-45% for seniorgæld, 10-25% for sub-ordinated gæld (Mezzanin) og 30-40% for egenkapital samt ansvarlig

¹⁶ Investeringen er selvfølgelig ikke stor ift. gældsoptagelsen, men meget betydelig for en privatperson.

¹⁷ Det har ikke været muligt at finde en opdateret version af tallene. Figuren er fra 2007, og dermed før starten af finanskrisen, hvorfor tallene kan være meget anderledes i dag.

lånekapital (Ivashina og Kovner 2011) ser der ikke ud til at være den store forskel på, hvordan danske og internationale kapitalfonde vælger at finansiere deres porteføljeselskaber.

Seniorgælden står først i prioritetsrækkefølgen i tilfælde af en konkurs, hvilket forklarer det lavere renteniveau. Mezzaninngælden står efterfølgende til en højere rente, men stadig under afkastkravet til egenkapitalen, der står sidst i prioritetsrækkefølgen.

Afdragsprofilerne har ligeledes ændret sig over tid. I de første kapitalfondsopkøb skulle man tilbagebetale med det samme og lånene var typisk opsat som serielån. Nu er afbetalingstiden blevet gjort længere og nogle lån er endda blevet til stående. (Chew og Kaplan 2007)

Typisk tillader bankerne at låne 4-5 gange EBITDA til seniorgæld, mens den samlede fremmedkapital, altså seniorgæld og mezzaninkapital må komme op på 5-6 gange EBITDA.

Når lånevilkårene skal forhandles ved større transaktioner går kapitalfonden til et bankkonsortium. Bankerne er interesseret i så mange banker som muligt, så risikoen spredes, mens kapitalfonden er interesseret i så få banker som muligt, så en evt. genforhandling bliver nemmere (Spliid 2007).

LBO (Leveraged Buyout)

Dette danner baggrund for, hvordan kapitalfonde vælger at købe og finansiere selskaberne. Generelt købes selskaber enten med eller uden gæld. Hvis selskabet købes med gæld, betyder det at man alene køber aktiekapitalen og dermed overtager alle forpligtelser mht. til virksomheden, såvel retslige som økonomiske. Fordelen ved denne metode er, at den ikke kræver samme mængde likviditet, og at der i princippet blot behøves at købe halvdelen af aktiekapitalen for at eje selskabet. Hvis man derimod køber selskabet uden gæld, skal alle aktiverne købes, ligegyldig hvordan de er finansieret, hvorefter de tidligere ejere forpligter sig til at indfri gældsforpligtelserne. Dette har den fordel, at man i princippet køber et helt nyt selskab, som der herefter selv kan vælges, hvordan skal finansieres og man er ligeledes ikke bundet af tidligere tiders retslige forpligtelser.

Det er typisk den sidste mulighed, som kapitalfondene vælger at benytte, da de som beskrevet tidligere har mulighed for at finansiere billigere end konkurrenterne, så allerede ved købet har selskabet skabt værdi for deres investorer.

Når kapitalfonden vælger at købe selskabet uden gæld (Enterprise Value) og handlen samtidig finansieres med en høj gearing, kaldes det LBO og er et fænomen som har været kendt længe, men særligt er kommet i fokus i forbindelse med kapitalfondsbølgerne.

LBO'en udnytter netop, at den høje gearing giver et meget højt rentefradrag, hvilket betyder at virksomheden som tidligere nævnt alt andet lige er mere værd. En alternativ måde at anskue værdien på (i stedet for WACC¹⁸) er ved APV (Adjusted present value), da denne tænker på selskabet som 100% egenkapitalfinansieret, hvorefter den lægger den værdi renteskatteskjoldet har, til virksomhedens værdi uden gæld.

$$APV = NPV_{100\% \text{ egenkapital}} + PV_{\text{skatteskjold}}$$

Denne høje gearing kræver, at kapitalfondene finder selskaber som har et højt cash flow fra driften, da dette skal være med til at servicere gælden. Samtidig leder de ofte efter selskaber med mange anlægsaktiver, da disse kan bruges som pant, hvorfor renten bliver lavere.

LBO'en har to typer. Den ene skyldes ønsket om at optimere kapitaltunge selskaber med høje cash flows og dermed udbetale den overskydende kapital til ejerne, imens den anden type er en slags chokeffekt som giver værdi med det samme, hvorefter man løbende betaler gælden tilbage. (Chew og Kaplan 2007)

Hvorfor alle ikke benytter denne metode skyldes såvel begrænsninger i lånemulighederne som i folks præferencer. Den første begrundelse er, at de ikke forstår ovenstående, og forfejlet tror at selvfinansieringer er bedre og billigere end fremmedkapitalsfinansiering (Gadiesh og MacArthur 2009). Den anden del hænger sammen med, at mennesket generelt er risiko avers og dermed føler sig mere trygge ved egenkapitalfinansiering end fremmedkapital, da denne ikke i samme grad kan føre til konkurs. Altså vil dårlige år fra driften ikke have samme betydning for egenkapitalfinansierede selskaber som hos højt gearede selskaber. Dette udnytter kapitalfondene og har dermed en fordel ift. andre selskaber pga. menneskelige forhold. (Haarmeyer 2008)

LBO'er bliver dog kritiseret for reelt ikke at skabe værdi, men blot at omfordele værdien fra obligationsholdere (lavere renteindtægt), regeringer (lavere skat) og medarbejdere (fyringer) og dermed ikke selv skabe nogen værdi for samfundet som helhed (Shleifer og C. 1988) (Gong og Wu 2011).

Flere kritikere, deriblandt Poul Nyrup Rasmussen, har ligeledes påpeget den øgede risiko for konkurs og disses samfundsmæssige konsekvenser (Rasmussen 2007).

De bedre finansielle muligheder, større sandsynlighed for firing og øgede konkursrisiko, samt de skattemæssige udnyttelser vil blive undersøgt i forbindelse med den regnskabsmæssige analyse i Del 2.

¹⁸ WACC er weighed cost of capital og er en vægtning af ejerafkastkravet og lånerenten.

5.3 Governance

Den tredje del af kapitalfundsmodellen er deres fokus på bedre governance.

Governance handler generelt om at optimere kontrollen og ledelsen af selskabet, således det drives efter ejernes interesser. Dette vender tilbage til agentomkostningsproblematikken, som her både må betragtes som en direkte omkostning, ved at principalen skal bruge tid på overvågning, men primært indirekte ved at agenten ikke maksimerer ejernes interesser, og dermed destruerer shareholder value.

Indenfor Corporate Governance tales der om to større fokusområder omkring agent/principal, hvilket er forholdet mellem ejere og medarbejdere og forholdet mellem de enkelte ejere. Det sidste forhold drejer sig om, når en storaktionær kan maksimere egne interesser på bekostning af mindretalsaktionærerne. Denne problemstilling er dog ofte ikke så stor for kapitalfondsejede selskaber, da kapitalfonden typisk er ene-ejer af selskabet. Derfor er det interessante forhold for kapitalfondene at minimere agentomkostningerne mellem ejerne (kapitalfonden) og ledelsen i selskabet. Dette gøres ved brug af finansielle governance mekanismer, mere aktiv bestyrelse og ved styring gennem incitamenter.

Den første måde kapitalfonde minimerer agentomkostninger på, hænger sammen med nogle finansielle governance mekanismer. Baggrunden for at forstå disse mekanismer ligger i måden, som ledelsen vælger at benytte virksomhedens pengestrømme fra driften på. Generelt findes der fire muligheder for fordeling af pengestrømmene; geninvestering i virksomheden, vedligeholdelse af gæld, opsparing til fremtidige investeringer og dividende udbetaling til ejerne.

Ved en høj gearing har man fra kapitalfondens side sikret at pengestrømmene bruges til servicering af gæld, hvilket gør at ledelsen ikke har mulighed for at investere i projekter, som ikke giver værdi for virksomheden. Dette kan eksempelvis være i forbindelse med frynsegoder og imperiebygning som blev beskrevet i afsnit 2, da pengene allerede er bundet til finansiering af de eksisterende aktiviteter.

Den høje gearing skaber ligeledes et større fokus fra ledelsen på konstant at forbedre driften, da virksomheden kan komme i problemer, såfremt man ikke har likviditet til at betale gælden. Dette fokus kan blive mindre i situationer, hvor ledelsen ikke har en retslig forpligtelse til at opnå et bestemt mål. Hvis en virksomhed eksempelvis har et krav om at betale 1 mio. i gældsrydelse og virksomheden pt. har præsteret 800.000, så vil ledelsen gøre alt for som minimum at nå den 1 mio. Hvis selskabet derimod var 100% egenkapitalfinansieret ville ledelsen måske i stedet betragte de 800.000 som et fint overskud, og dermed stille sig tilfreds, hvorved selskabet vil gå glip af de 200.000. Bain & Company betragter dette som en af de helt store syndere indenfor virksomhedsdrift og kalder det tilfredsstillende underperformance. (Gadiesh og MacArthur 2009).

En anden måde kapitalfonden sikrer, at ledelsen arbejder i deres interesser, er ved mere aktivt at overvåge dem. I børsnoterede selskaber har man ofte mere spredt ejerskab, og grundet "Free Rider problematikken" overvåger ejerne i langt mindre grad end i private selskaber, hvorfor ledelsen i princippet har mulighed for at gøre som de selv vil. Samtidig vil bestyrelsen i børsnoterede selskaber ofte være bestående af personer med andre topjobs, hvilket gør at deres forberedelses tid i forbindelse med virksomheden er begrænset. Dette kan medføre, at de langt hen ad vejen vælger at benytte sig af CEO's forslag frem for at være mere kritiske (Hass og Pryor IV 2009). Selvom bestyrelsen ikke holder øje med selskabet, så vil andre udefrakommende holde øje med, om ledelsen modarbejder ejernes interesser, og hvis de opdager dette vil de kunne blive udsat for en hostile takeover af eksempelvis en kapitalfond¹⁹. Disse hostile takeovers er dog yderst sjældne i Danmark, hvilket skyldes markedet at ikke er så likvidt, hvorfor ledelsen har større råderum end i eksempelvis USA og England. Samtidig har en række takeover defences ligeledes gjort danske selskaber mere besværlige at overtage for en kapitalfond. Dermed burde agentomkostningerne i Danmark alt andet lige være højere.

Derfor vil kapitalfonde typisk sætte sig selv i bestyrelsen, når de har købt et selskab, samt headhunter andre passende personer, som har de kompetencer som er nødvendige for at udføre de operationelle forbedringer. Derudover formindsker kapitalfonde antallet af bestyrelsesmedlemmer og mødes oftere, da dette vil medføre en kortere og hurtigere beslutningsproces og dermed mindske bureaukratiet (Gong og Wu 2011).

En sidste måde hvorpå kapitalfondene minimerer agentomkostningerne, er ved at ensrette interesserne mellem kapitalfonden og ledelsen. Dette gøres som tidligere nævnt ved at gøre dem til medejere. Selvom deres indskudsstørrelse ofte ikke har nogen signifikant betydning for selve fundingen, så har det stor betydning at ledelsen selv føler et ejerskab med virksomheden, ligesom den vil blive påvirket af såvel deres gode som dårlige handlinger.

Kapitalfondene har dermed meget fokus på, at der betales for den performance som leveres. Samtidig belønnes ledelsen ofte med yderligere aktier i løbet af ejerperioden (Gadiesh og MacArthur 2009), da det giver dem incitament til at blive i virksomheden og øger incitamentet endnu mere for at få optimeret virksomheden så meget som muligt. Da kapitalfonden har en forholdsvis kort ejer periode, og kapitalfondene altid skal videresælge selskabet, er kontrakterne dermed optimale, da de er nemme at forstå, har en mellemlang horisont og påvirkes af ledelsens performance.

¹⁹ Dette kaldes Market of Corporate Control

Kapitalfondene vælger ligeledes ofte at beholde den tidligere ledelse, grundet ledelsens store viden om selskabet er meget brugbar og da selskaberne ejes i forholdsvis kort tid, skal personen dermed ikke bruge den første tid på at sætte sig ind i virksomheden. Samtidig kan det ofte forholde sig således, at ledelsen har en ide om hvor man vil hen, men siden ledelsen ikke blev ordentlig belønnet for den øgede risiko eller beslutningsprocessen tidligere kunne være for lang, blev ændringerne ikke foretaget. Dermed kan kapitalfonde i højere grad udnytte ledelsens fulde potentiale grundet deres incitamenter og kortere beslutningsproces.

Dette fører dog ligeledes til et andet kritikpunkt af såvel MBO (management buyout) og LBO, hvor den gamle ledelse bliver i virksomheden, da det kan føre til "Management Conflict of Interest". Ledelsen kan få en dobbeltrolle i forbindelse med salget af virksomheden til kapitalfonden, da aflønningen i kapitalfondsperioden afhænger af forskellen mellem købs og salgsværdien. Derfor ønsker de alt andet lige den laveste pris for virksomheden, hvilket konvergerer mod deres primære formål at skabe shareholder value for deres nuværende aktionærer. I Del 2 diskuteres denne problemstilling yderligere, med fokus på de generelle argumenter for og imod.

5.4 Handel

Den fjerde del af kapitalfondenes værdiskabelsesmetode er selve handlen med virksomhederne. Derfor er det vigtigt at såvel købsprocessen som salgsprocessen er fuldstændigt strømlinet, da dette kan være forskellen mellem succes og fiasko.

"Any fool can buy a company. You should be congratulated when you sell it" Citat Henry Kravis²⁰

Kapitalfonde har derfor igennem deres due diligence en idé om, hvordan virksomheden skal struktureres således den passer til nogle i forvejen identificerede købere. Dermed har de allerede inden købet overvejet, hvordan selskabet skal exittes igen. Kapitalfonden har ligeledes den fordel at hvis de køber private selskaber, kan disse selskaber ofte være mere behjælpelige med oplysninger end børsnoterede selskaber. Dette skyldes at kapitalfonden dermed ikke kan udnytte insider viden, hvorfor de i nogle tilfælde kan blive mere skarp på prisen (Hass og Pryor IV 2009).

Historisk er de fleste handler sket til en strategisk køber, hvilket vil sige en virksomhed i markedet som vil bruge porteføljeselskabet til at konsolidere deres markedsposition. Årsagen til den strategiske køber ikke har købt selskabet i første omgang, er at hvis den lader kapitalfonden optimere virksomheden, så behøver

²⁰ Henry Kravis er medstifter af en af verdens største kapitalfonde Kohlberg Kravis Roberts & Co. Ofte benævnt som (KKR)

den nye køber blot at koncentrere sig om implementeringen og driften. "Secondary buyout" er den anden mest benyttede mulighed, hvor en anden kapitalfond køber selskabet. Dette kan dog blive kritiseret, da man kan mene det blot er med til at holde værdien kunstigt oppe. Kapitalfondene mener dog selv at det skyldes at der stadig er væsentlige vækstmuligheder i virksomheden, men grundet investeringens korte levetid har kapitalfonden ikke haft mulighed for at drive selskabet hele vejen (Chew og Kaplan 2007). Dette argument kan måske bakkes op ved at "Secondary Buyouts" er blomstret i perioden, hvor kapitalfondene menes at være overgået fra det finansielle fokus til det operationelle.

Den tredje mest benyttede exitmulighed gennem tiden er IPO (initial public offering), altså børsnotering af selskabet. Dette kan måske undre nogle, for hvorfor skulle man være interesseret i at købe et selskab som først er blevet afnoteret, fordi det var mere fordelagtigt og herefter igen blive noteret? En mulig forklaring er, at selskaberne bliver noteret i perioderne hvor aktiemarkedet er i vækst, og investorerne har brug for afkast (Spliid 2007). Et andet spørgsmål er, hvis selskabet exittes gennem IPO, har kapitalfonden så allerede hevet alle værdier ud af selskabet? Kapitalfondene mener i stedet at afnoteringen har skabt nye vækstmuligheder, som er opstået ved at selskabet ved at være afnoteret har haft den ro, der skal til for at skabe vækstmulighederne. Samtidig viser undersøgelser at Reverse LBO har været andre IPO'er overlegne, hvilket står i kontrast til, at den generelle IPO ofte underpræsterer de første 5 år. Man skal dog i denne undersøgelse passe på selecting bias, da alene de allerbedste LBO'er noteres (CEBR 2008) .

Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

<i>Year of original LBO</i>	<i>1970– 1984</i>	<i>1985– 1989</i>	<i>1990– 1994</i>	<i>1995– 1999</i>	<i>2000– 2002</i>	<i>2003– 2005</i>	<i>2006– 2007</i>	<i>Whole period</i>
Type of exit:								
Bankruptcy	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Sold to strategic buyer	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Secondary buyout	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Sold to LBO-backed firm	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Sold to management	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Other/unknown	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
No exit by Nov. 2007	3%	5%	9%	27%	43%	74%	98%	54%
% of deals exited within								
24 months (2 years)	14%	12%	14%	13%	9%	13%		12%
60 months (5 years)	47%	40%	53%	41%	40%			42%
72 months (6 years)	53%	48%	63%	49%	49%			51%
84 months (7 years)	61%	58%	70%	56%	55%			58%
120 months (10 years)	70%	75%	82%	73%				76%

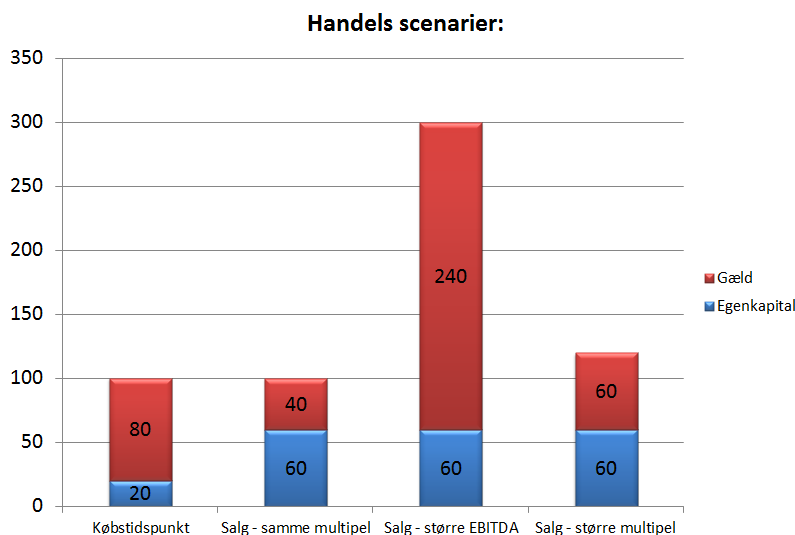
Note: The table reports exit information for 17,171 worldwide leveraged buyout transactions that include every transaction with a financial sponsor in the CapitalIQ database announced between 1/1/1970 and 6/30/2007. The numbers are expressed as a percentage of transactions, on an equally-weighted basis. Exit status is determined using various databases, including CapitalIQ, SDC, Worldscope, Amadeus, Cao, and Lerner (2007), as well as company and LBO firm web sites. See Strömberg (2008) for a more detailed description of the methodology.

Figur 5 – Kilde: Kaplan & Strömberg 2007

Når man kigger på hvordan kapitalfondene handler virksomhederne, giver det ligeledes en forståelse af hvorfor deres metoder er sammensat som de er. Kapitalfonde køber typisk selskaber på baggrund af multipler, dvs. eksempelvis EBITDA.

Det interessante ved kapitalfondens exit er, at samme afkast kan opnås ved forskellige fokus på de ovenstående værdiskabelsesmetoder. Da værdien alene måles som de beløb der tilbagebetales til investorerne, kan værdiskabelsen opstå ved tre scenarier. Løbende afhændelse af dele af selskabet, forbedring af multipel og tilbagebetaling af gæld.

Nedenstående figur forklarer, hvordan kapitalfonden kan opnå de forskellige afkast. Det kan af figuren ses at Enterprise Value ved salgstidspunktet ikke har betydning for kapitalfonden, men det har markedsværdien af egenkapitalen derimod, da denne svarer til forrentningen af de investerede midler.



Figur 6 - Kilde: Egen tilvirkning

Kapitalfonden har i alle tre eksempler købt selskabet for 100 mio. Enterprise Value og har en gearing på 4.

Ved den første exitmulighed har kapitalfonden solgt virksomheden til 100 mio. Enterprise Value igen, dvs. man i perioden ikke har forbedret EBITDA multiplen. Derimod har man løbende fokuseret på at tilbagebetale gælden, i dette tilfælde 40 ud af 80 mio, hvilket betyder egenkapitalen er steget fra 20 til 60 og har givet en forrentning på 200% af investorernes penge.

En anden måde at øge værdien på er ved at vækste selskabet, dvs. frem for at fokusere på tilbagebetaling af gæld, har man i stedet fokuseret på at forbedre driften ved at foretage yderligere investeringer.

Selskabet har dermed beholdt den samme gearing, men er nu 3 gange så meget værd, hvilket giver den samme forrentning som ved det første eksempel, selvom Enterprise Value nu er 300 mio. frem for 100 mio. I dette eksempel kan det være en ny og større kapitalfond, som overtager selskabet for at føre det op på et højere niveau.

Det sidste eksempel er en situation, hvor man løbende har tilbagebetalt gælden og forbedret EBITDA multiplen, således man har fået selskabet ned på en langsigtet fornuftig kapitalstruktur. Dette kan ofte være optimalt, hvis man skal sælge det videre til en strategisk køber, da de typisk ikke har samme interesse i den høje gearing, da de ikke har mulighed for at låne til de samme vilkår som kapitalfonden.

Det eksemplerne ikke viser er, at såvel udbytte og løbende frasalg ligeledes påvirker den samlede forrentning. Dog er de tre eksempler en måde at vise, at såvel fundingen som de operationelle forbedringer kan være med til at øge værdien af virksomheden.

Den sidste værdiskabelsesmulighed henvender sig til kapitalfondspartnernes baggrund indenfor den finansielle sektor. Dette gør dem ofte til dygtige forhandlere, hvorfor deres ekspertise og transaktionsfrekvens giver dem en komparativ fordel ift. andre købere på markedet. Derfor kan de med samme udgangspunkt i nogle tilfælde få en højere pris grundet deres forhandlingsevner.

Hvorvidt værdiskabelsen i handlerne præges af, at de har optimeret virksomheden, udnyttet billigere finansiering i perioden eller draget fordel af deres forhandlingsevner og markedsmæssige muligheder er svært at svare entydigt på, men vil dog blive diskuteret yderligere i Del 2.

Del 1 - Delkonklusion:

Så hvad er det kapitalfondene generelt gør anderledes, og hvilke fordele har de ved deres opbygning? Kapitalfondenes hovedfokus er maksimering af shareholder value, hvilket går igen i alt hvad de foretager sig. Derfor er deres fokus såvel i opkøbsfasen, i optimeringsprocessen og ved salgstidspunktet at skabe en så høj værdi for deres investorer som muligt. I opkøbsfasen handler det om at spotte de virksomheder hvor ledelsen ikke handler efter ejernes interesser, enten fordi de ikke er dygtige nok, eller fordi de vælger at maksimere egen eller andres værdi.

I optimeringsprocessen handler det om at skabe et så højt afkast af egenkapitalen som muligt. Dette kan lade sig gøre, ved at øge den totale indkomst som selskabet leverer, samt dele noget af værdiskabelsen med fremmedkapitalindskydere, da de alt andet lige har et lavere afkastkrav til investeringen.

Splittes deres metoder op handler det basalt set om at optimere følgende formel:

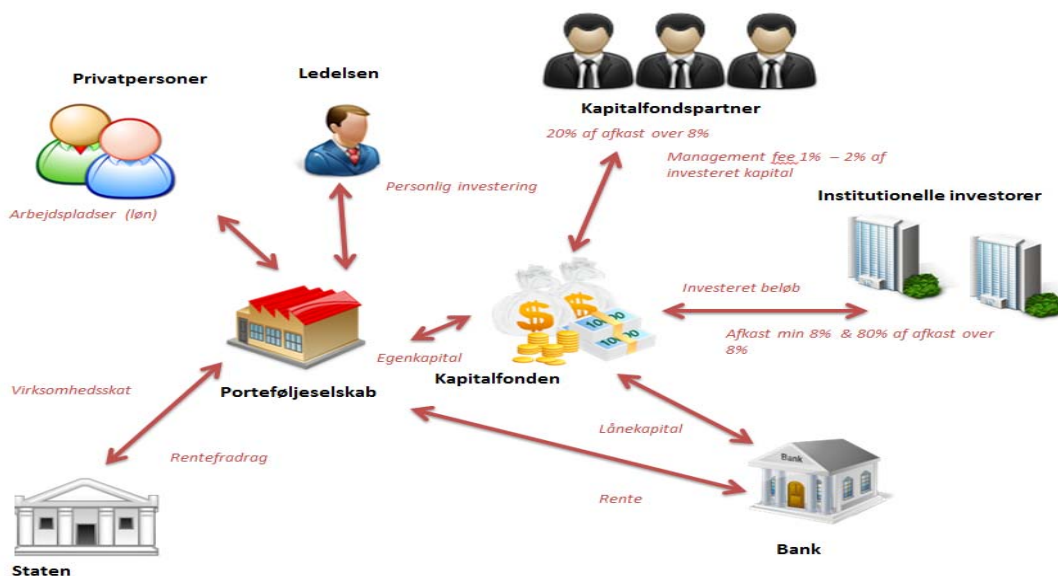
$$ROE = \underbrace{ROIC}_{\text{Drift}} + \underbrace{(ROIC - NFO) \frac{NRBG}{EK}}_{\text{Funding}}$$

Kapitalfondene søger dette løst ved at udnytte den tidligere ledelse bedre og/eller bibringe nye og dygtige folk ind i selskabet, det kan være i bestyrelsen eller ledelsen, som skal være med til at udvikle virksomheden. De sørger for at få tilbragt en viden, som virksomheden ellers ikke ville have tilgængelig. For at få disse til at arbejde efter kapitalfondens strategi, udstyres ledelsen med nogle incitamenter, hvor den vigtigste er at gøre dem til medejere, hvilket minimerer agentomkostningerne.

Omkring fundingen udnytter de deres erfaring indenfor den finansielle verden ved at optimere kapitalstrukturen og forhandle sig til en billigere finansiering, således virksomhedens samlede afkastkrav falder. Alt sammen som en del af det aktive ejerskab som gerne skulle skabe dem en højere forrentning for deres investorer, end hvis de havde placeret deres kapital i diversificerede porteføljer.

Ved handelstidspunkter udnytter kapitalfondene, at de grundet deres due diligence allerede fra start havde en strategi om, hvilket selskab de skulle købe, hvad der skulle gøres, hvem som skulle udføre det og hvordan man til sidst skulle exittes. Ved at have strategien på plads fra starten, samtidig med at selskabet drives privat med opbakning af et godt kapitalberedskab giver man ledelsen den fornødne ro som skal til for at nå virksomhedens potentiale, og dermed give den højeste forrentning af egenkapitalen.

Figur 7 viser det samlede forhold mellem kapitalfondens interessenter.



Figur 7 – Kapitalfondens interessenter Kilde: Egen tilvirkning

DEL 2. Operationelle forbedringer og finansielle fordele:

Den teoretiske gennemgang af kapitalfundsmodellen i Del 1 viser, at metoder i kapitalfundsmodellen teoretisk bør være værdiskabende. Spørgsmålet er blot om dette afspejles af empirien og om de i praksis viser sig at kunne outperforme peers.

Michael Jensen udtalte i slutningen af 1980'erne, at kapitalfondene i fremtiden ville være andre virksomheder overlegne på grund af deres governance mekanismer og operationelle forbedringer, hvilket i sidste ende ville betyde, at deres metoder ville blive dominerende på markedet (Kaplan og Strömberg 2009). Dette understøttes ligeledes af andre, som mener kapitalfundsmodellen er et naturligt led i udviklingen af det internationale virksomhedsmarked, da metoderne kommer med et bud på hvordan man tilpasser virksomheden til den større internationale konkurrence om værdiskabelse samt et bud på minimering af agent/principal problematikken. Dette falder fint i tråd med kapitalismens tanke om, at konkurrencen er med til at drive innovationen af både produkter og markeder. En konkurrence, som ikke kun fokuserer på profit og produktkvalitet, men også på ledelsesmæssige og strukturelle virksomhedsstrategier (Haarmeyer 2008).

Kritikere af kapitalfundsmodellen er dog langt fra enige, og mener i stedet kapitalfonde i højere grad skaber værdi via deres markedsmæssige færdigheder, end ved operationelt af drive selskaberne bedre. Dermed mener de at kapitalfundsmetoderne alene er en omfordeling af værdi.

Derfor vil formålet med Del 2 være, at undersøge om kapitalfondene generelt har outperformat markedet og om værdiskabelsen er drevet af operationelle forbedringer eller markedsmæssige færdigheder.

Dette er interessant, da hvis værdiskabelsen skabes via markedsmæssige færdigheder, vil det blot være en omfordeling af værdi. Skulle data derimod vise operationel outperformance, vil det i højere grad være muligt for almindelige selskaber at benytte metoderne, ligesom operationel værdiskabelse alt andet lige er mere fremtidsholdbar og bedre for den generelle velfærd.

Del 2 vil i første omgang diskutere nogle vigtige aspekter med hensyn til måling af kapitalfonde, da forkert valg af afkast og benchmark kan være misvisende for de endelige resultater. Derefter undersøges om de danske porteføljeselskaber skaber deres værdi gennem operationelle forbedringer, finansiell performance, bedre governance eller gennem handlen af selskaber. Dette vil undersøges med såvel internationale undersøgelser, som ved egen empirisk regnskabsmæssig analyse af danske porteføljeselskaber, hvor dette er muligt. Det danske marked er valgt for at undersøge om der er sammenhænge mellem de internationale

undersøgelser og de danske porteføljeselskabers performance, samt et ønske om at undersøge om kapitalfondenes metoder virker på det danske marked.

6. Afkast

Inden man kan evaluere kapitalfondenes performance er der flere overvejelser man må gøre sig, både med henblik på hvilket resultat der skal bruges til sammenligningen, og hvilken metode der skal bruges.

6.1 Fonds- eller selskabsniveau

Da et af denne afhandlings formål er, at klarlægge hvad man kan lære af kapitalfondenes arbejdsmetoder, bør man ikke fokusere på fondsniveau, selvom det er dette niveau som investorerne sammenligner afkastet med andre investeringer. Det betyder, at enkelte porteføljeselskaber måske ikke skaber den vurderede værdi, men et par rigtig gode handler redder hele det samlede afkast. Derfor skal man som virksomhedsejer ikke sammenligne sig med kapitalfondene som helhed, men kigge på afkastet af det enkelte selskab.

Selskabsniveau betegner det område de efterfølgende undersøgelser vil fokusere på, da dette kan sammenlignes direkte med andres selskabers performance og dermed er det mest interessante benchmark for en virksomhedsejer.

6.2 Før eller efter aflønning af partners og/eller skat

En anden udfordring i sammenligningen er, at afkastet kan måles både før og efter aflønning af kapitalfondspartnerne. Årsagen til man måler efter aflønning skyldes et ønske om sammenligning af afkastet ift. alternative investeringer, da dette er det reelle afkast, der udbetales til investorerne. Afkast efter aflønning er dog irrelevant for denne undersøgelse, da det netop er før aflønning som viser virksomhedens egentlige udvikling. Hvordan kapitalfondene og deres investorer fordeler afkastet, er uvæsentligt for selskabets performance.

Et andet parameter er, om afkastet er før eller efter skat. Optimalt måles afkast efter skat, da skattedelen har en stor betydning for den endelige værdiskabelse. Dog skal man med kapitalfonde være påpasselig grundet den særlige beskatning, som ligger i deres specielle struktur og aflønningsmetode. I Danmark er det fra 2010 ikke længere et aktuelt problem jf. senere afsnit, men kan være det, hvis man sammenligner med internationale kapitalfonde.

6.3 IRR

Det mest brugte afkastmål hos kapitalfonde er IRR (internal rate of return), da dette afkast meget simpelt giver den gennemsnitlige forretning over perioden. Problemet med IRR, er at den er svær at sammenligne med andre investeringer, da den er meget tidsafhængig og ikke tager højde for risiko. (Bushrod 2004)

Derfor skal man ikke lade sig snyde af deres høje afkast. Hvis kapitalfondene eksempelvis leverer en IRR på 25%, kan dette skyldes enkeltstående værdiskabelser, som f.eks. ændring i NWC, hvilket alt andet lige vejer højere i kortere perioder end i den langsigtede værdi, som en virksomhed normalt bliver målt på.

Samtidig er det svært at sammenligne sig løbende med kapitalfondene, da det endelige resultat af deres investering først kan ses når selskabet videresælges, hvorimod børsnoterede selskabers performance tilnærmelsesvis kan ses i markedsværdien af aktien.

En anden og større problemstilling er IRR's manglende indregning af risiko. Derfor bør man sammenligne kapitalfondenes resultater i samme periode samt korrigere for risiko, for at finde ud af om kapitalfonden har præsteret bedre end en selv.

6.4 Industrigennemsnit

En måde at finde ud af om kapitalfondene outperformer markedet på, er ved at sammenligne dem med et industrigennemsnit. Ulempen ved denne metode er usikkerheden om størrelsen af industrien og hvilke aktører som hører til heri. Hvis industrien er defineret for bredt, kan virksomhederne blive påvirket af forskellige faktorer, hvorfor de ikke er sammenlignelige. Samtidig kan virksomheder bestå af divisioner, der rettelig tilhører forskellige industrier, men indregnes samlet under en industri.

6.5 Peers

Derfor kan man i stedet vælge at sammenligne med peers, hvor man således kan matche virksomheder på alle nødvendige kriterier som risiko, størrelse og vækstmuligheder. Dette er dog noget besværligt, ligesom ens sample blive mere usikker, da færre virksomheder alt andet lige vil indgå i den, og resultaterne vil blive påvirket af selection bias. Dermed vil brug af peer som sammenligningsgrundlag i højere grad medføre flere store udsving, der kan påvirke resultaterne, end ved brug af industrigennemsnit.

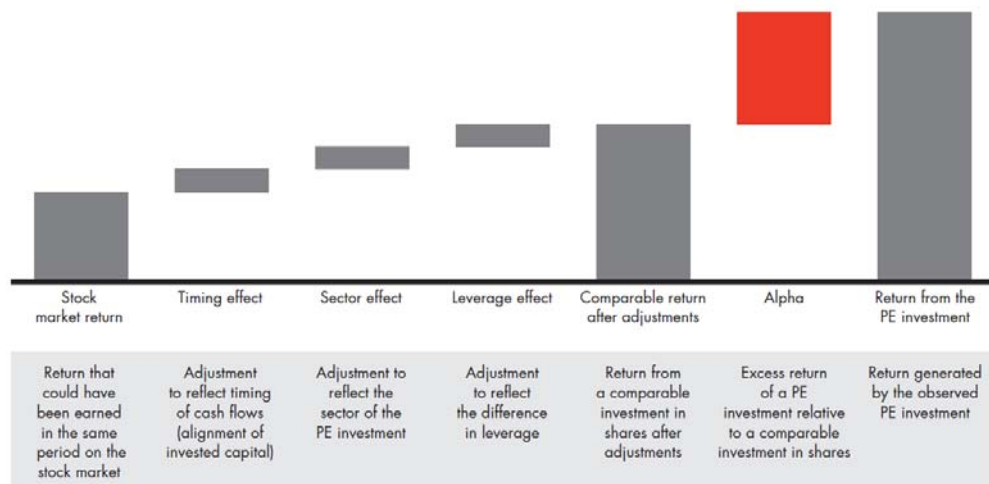
6.6 PME

Public market equivalent (PME) er en metode, hvor man fiktivt investerer porteføljeselskabets cash flows i et passende indeks på aktiemarkedet. På den måde kan man se, hvad man alternativt kunne have forrentet de investerede midler til. Dette er en forholdsvis ny metode, og bliver løbende forbedret, således timingen og risikoen bliver bedre tilpasset ift. porteføljeselskabet (Bushrod 2004).

6.7 Alpha

En metode som samler alle ovenstående dele er Alpha. Dette afkast fortæller, hvor meget kapitalfonden har præsteret bedre/dårligere end dens sammenligningsselskaber. Afkastet kræver, at man ikke blot sammenligner cash flow med aktiemarkedet, men sikrer at man får timing, sektor og gearing med i peers, således benchmark og timing bliver bedre (Gottschalg 2011).

Calculation of alpha for PE (illustrative)



Figur 8 – Overblik udregning af Alpha - Kilde (Bain & Company 2012) oprindelig (Gottschalg 2011).

Ovenstående figur viser, hvordan afkastet fra et aktieindeks bliver reguleret i forhold til timing af cash flow, porteføljeselskabers branche samt gearingseffekt for at få et sammenligneligt afkast i forhold til driften.

Alpha bruges ligeledes til at spore hvor værdiskabelse stammer fra, og det endelige Alpha viser hvorvidt kapitalfonden har out- eller underperformet deres benchmark.

7. Metode

Inden det diskuteres hvordan kapitalfondene empirisk har klaret sig, vil følgende afsnit forklare hvilke metodiske overvejelser vi har haft omkring opbygning, valg af data samt korrektion heraf.

Der er valgt at blive foretage en regnskabsmæssig analyse af danske porteføljeselskaber. Hvert område vil starte med en diskussion af valg af nøgletal, hvorefter eventuelle internationale undersøgelser på området kort gennemgås. Herefter præsenteres og diskuteres egne data og til sidst opsummeres sammenhænge eller forskelle mellem andres og egne undersøgelser.

7.1 Data:

Da de fleste porteføljeselskaber ikke er børsnoteret, er det nødvendigt at kigge på deres regnskaber for at kunne vurdere den operationelle performance. Herefter står valget mellem at bruge diverse regnskabsdatabaser eller indtaste regnskaberne manuelt.

Problemet med regnskabsdatabasetal er, at de ikke specificerer alle regnskabsposter og at koncernregnskaber ikke er tilgængelige²¹. Denne undersøgelse ønsker, at se hvorledes selskaber under kapitalfondens ledelse blive drevet, dvs. såvel moderselskaber som datterselskaber (+50% ejerskab). Men hvis der benyttes regnskabsdatabaser, får man alene moderselskabets eller driftsselskabets regnskabstal, hvorfor selskaberne kan have valgt forskellige metoder til bl.a. fordeling af gæld. Eksempelvis kan driftsselskaber, hvor driften (omsætning/omkostninger) ligger blive drevet uden gæld eller evt. blot med gæld til tilknyttet selskab. Sidstnævnte vil betyde at de finansielle omkostninger og gælden til moderselskabet, afhænger af hvordan koncernen har valgt at indregne det, hvilket mindsker sammenligneligheden. Derfor er det mere fordelagtigt at bruge koncernregnskaber, da disse udligner mellemværende tilgodehavender og gæld blandt datterselskaberne, og dermed får man den korrekte finansiering ift. driften. Koncernregnskaber indregner datterselskaber 100% i de forskellige regnskabsposter, men dette er ligeledes ønskværdigt i vores tilfælde, da vi kigger på hvordan selskaberne bliver drevet frem for hvordan resultatet bliver delt.

Derfor er der valgt at taste samtlige regnskaber manuelt. Der er hentet regnskaberne fra Navne & Numre Erhverv, som får leveret data fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Dermed er muligheden for indtastningsfejl opstået grundet de manuelle indtastninger. Da posterne hedder noget forskellig i de forskellige årsrapporter, er de samlet i nogle overordnede grupper, som har været nødvendige enten at korrigere eller reklassificere i forbindelse med den analytiske resultatopgørelse/balance, er der lavet forskellige testsummer, for at sikre imod tastefejl.

Herefter er alt data opsat i Excel som en database og via Pivottabeller og diverse klassificeringer opsat således, at det er muligt at beregne bruttodata (dvs. uden korrektioner), nettodata (med regnskabsmæssige korrektioner) og fjernelse af diverse forstyrrende outliers.

²¹ Pr. juli 2012 – efter data er hentet af forfatterne, har databasen Greens Online begyndt at vise Koncernregnskabsdata, men der er pt. ingen nem eksportmulighed for mange data ad gangen. Samtidig mangler der stadig specifikation af nogle poster, hvorfor især investeret kapital kan være problematisk at beregne.

Nedenstående afsnit indeholder overvejelser omkring periode, valg af undersøgelsesgruppe, valg af peers, og en general diskussion omkring regnskabsanalyse.

7.2 Undersøgelsesperioden:

Undersøgelsesperioden er valgt på baggrund af tilgængeligheden af data. I Danmark opbevares regnskaberne i 5 år, hvilket betyder at der er mulighed for at have data for 6 år for de fleste virksomheder, grundet sammenligningsåret. Da alle porteføljeselskaberne ikke har tilgængelige data for hele perioden, vil nogle selskaber have data for henholdsvis 5 og 4 år.

I forhold til andre undersøgelser er der altså ikke valgt at se på, hvordan porteføljeselskabet har præsteret før det blev overtaget af kapitalfonden, da det er vanskeligt at sammenligne resultater over forskellige tidsperioder. Dette skyldes at eksterne faktorer, såsom en finanskrisen, kan have en voldsom effekt på udviklingen og dermed forhindre en korrekt sammenligning. Derfor er det mere interessant at undersøge, hvordan porteføljeselskaberne har udviklet sig efter de er overtaget af kapitalfonden sammenlignet med deres peers i samme tidsperiode.

7.3 Undersøgelsesgruppe:

Valg af undersøgelsesgruppe har taget udgangspunkt i DCVAs buyout liste. Herefter har en række krav været stillet til selskaberne, hvilket inkluderer såvel ejerskabstiden som regnskabsmæssig kvalitet. I Figur 9 vises frasorteringen af selskaber grundet vores krav, hvilket har fået undersøgelsesgruppen ned på 36 porteføljeselskaber.

Nedenstående forklares/begrundes fravalg af selskaberne.

1. Kapitalfondene skal være majoritetsaktionær i selskabet, da dette er nødvendigt for det aktive ejerskab.
2. Selskaberne skal være ejet af kapitalfonden i minimum 4 år, således der som minimum er 3 års udvikling.
3. Selskaberne skal ligeledes have 4 års valide regnskaber, dvs. de skal overholde nedenstående regler omkring støj. Dette betyder bl.a. at konkurser ikke kommer med.
4. Der er alene medtaget selskaber som aflægger koncernregnskaber i Danmark for hele ejerskabsperioden. Dette skyldes at den optagne gæld kan ligge i moderselskabet, akquisitionsselskabet eller i driftsselskabet, hvilket dermed betyder at nøgletallene for balancen kan være misvisende. Derfor bør man derfor bruge koncernregnskabet, da dette udligner gældsforholdene mellem selskaberne i koncernen.

5. Såfremt porteføljeselskabet indgår i en koncern med andre driftsselskaber, således at koncernregnskabet nærmer sig karakteristika af et konglomerat, er selskabet udeladt af undersøgelsen. Dette begrundes med at det ikke ville være muligt at finde passende peer.
6. Nogle selskaber overholder alle af ovenstående kriterier, men er af så specifik karakter mht. produkt eller branche at det ikke har været muligt at finde en acceptabel peer, enten grundet at de ikke var sammenlignelige eller fordi at det ikke var muligt at finde en peer, der overholdt ovenstående krav om regnskabsmæssig kvalitet. Disse selskaber bliver derfor ikke brugt i det endelige resultat, men vil stadig indgå i undersøgelserne, for at verificere niveauet for de resterende porteføljeselskaber.
7. Hvis det ikke har været muligt at finde en peer med samme antal år, er nogen af regnskabsårene blevet frasorteret. Udelukkelsen har fulgt følgende logik: Såfremt porteføljeselskabet har 6 års regnskabsdata, peer A har 5 år og peer B har 4 år, så er porteføljeselskabets regnskaber blevet nedskrevet med 1 år til 5 år. Der er altså valgt at beholde det højeste antal år henholdsvis porteføljeselskab og peer har. Dette skyldes, at peer selskaberne kan have flere porteføljeselskaber, som dermed kan have forskellige år.

Frasorteringstabel ud fra DVCA's buyout liste	
Frasorteringsgrund	Antal
Start	420
Ikke majoritetsaktionær	191
Delresultat	229
Ejet i mindre end 3 år	79
Solgt før 2010	34
Delresultat	116
Koncernregnskab i udlandet/manglende	19
Ikke nok data	8
Konkurs/opløst	7
Ikke enkeltstående selskab	15
EVO*	7
Delresultat	60
Ændret regnskabspraksis	14
Ingen peer	10
Porteføljeselskab	36
*Selskaberne ejet af EVO har ikke været mulige at finde enkelte stående regnskaber for. Flere af selskaberne på listen indregnes samlet under andre virksomheder, hvilket har gjort at det ikke var muligt at få valide data.	

Figur 9 – Frasortering – Kilde: Egen tilvirkning

7.4 Referencegruppe (Peer)

Valg af benchmark kan jf. afsnit 6 være afgørende for resultaterne. Derfor har valget stået i mellem industrigennemsnit og peers. Da industrigennemsnit ikke er beregnet på koncernregnskabsniveau, giver dette problemer f.eks. i forhold til beregning af den investerede kapital. Derfor er der valgt at bruge peers.

Problemstillingen omkring brug af peers, er vanskelighederne ved at finde valide peers, som har samme risiko, forretningsmæssige udvikling og branche som porteføljeselskabet. Da Danmark er et forholdsvis lille land, minimerer dette udvalget, hvorfor valget af peer muligvis giver de største bias i regnskabsanalysen. Dette kaldes for selection bias. Gennemgang i næste afsnit.

Der er dog efter bedste evne forsøgt at finde peers til selskaberne. Følgende krav er blevet stillet:

Først og fremmest skal de overholde samme krav som undersøgelsesgruppen mht. regnskabspraksis, ejertid og koncernregnskab. Derefter er sammenligneligheden forsøgt efterlevet ved at til sikre at porteføljeselskabet og dens peer opererer i den samme branche og har samme størrelse aktiver (Indenfor intervallet 50-200 %). Sidstnævnte er medtaget for at sikre, at forskellen i driftsudviklingen ikke skyldes stordriftsfordele. Derfor er det forsøgt at matche porteføljeselskaberne med peers indenfor den samme branchekode og tilnærmelsesvis samme aktivmasse. Dog er flere branchekoder meget brede, hvorfor ikke alle selskaber indenfor branchekoden kan anses som sammenlignelige. Derfor er feltet forsøgt indsnævret ved også at vælge samme faggruppe, og hvis dette ikke er muligt er Google blevet brugt til at finde brugbare peers.

Til alle porteføljeselskaber er der fundet en eller to peers. Dette kan give problemer ved beregning af gennemsnittet, da valgte peer til porteføljeselskabet dermed vægter højere blandt peergruppen end porteføljeselskabet vejer i porteføljeselskabsgruppen. Dette kan give bias i begge retninger. Der vil ikke i opgaven blive testet for dette bias, men det formodes at den positive og negative påvirkning vil udligne sig.

7.5 Selection Bias:

Som beskrevet er der ikke medtaget selskaber, der er gået konkurs i periode. Dette giver et positivt bias for såvel kapitalfondene som peers. Dog må det formodes at de konkursramte porteføljeselskaber ville trække væsentligt ned på gennemsnittet grundet den mindre gruppe. Denne positive bias udignes forhåbentlig af det samme positive bias for peers. I de selskaber der er undersøgt regnskab for (116) er 7 gået konkurs, altså ca. 6%. Dette tal kan dog være højere, da nogle af de selskaber som blev frasorteret tidligere af andre årsager, ligeledes kan være gået konkurs. Det er dog stadig en forholdsvis lille gruppe af porteføljeselskaber der er gået konkurs i perioden, hvorfor problemstillingen må betragtes som lille.

For enkelte selskaber har det ikke været muligt at finde en sammenlignelig peer, hvilket giver bias i enten positiv eller negativ retning, alt efter hvordan de frasorterede selskaber har performet i perioden.

Samme bias er gældende for de selskaber, der har valgt at aflægge koncernregnskab i udlandet. Dette er tilfældet, hvis eksempelvis en udenlandsk kapitalfond ejer porteføljeselskabet og vælger at indregne det i et udenlandsk holdingselskab. Problemet ville være begrænset, hvis det var tilfældigt hvilke selskaber som blev indregnet i udlandet. Det opleves dog, at hele kapitalfonde, som den svenske kapitalfond Ratios der i undersøgelsen får sorteret 8 selskaber fra, vælger at indregne data i Sverige. Dette gør, at de selskaber ikke vil påvirke den samlede vurdering af kapitalfondenes performance i Danmark.

Problemet er endnu større i lande²², hvor der ikke er samme pligt til offentliggørelse af private selskabers regnskaber. Dette giver et såkaldt publication bias, da kapitalfondene dermed kun offentliggør data, såfremt de har positive resultater. I Danmark skal alle selskaber offentliggøre regnskab, hvorfor denne problemstilling er begrænset. Dog er der forskellige regler i de forskellige selskabsklasser for, hvor detaljeret regnskaberne skal være, hvorfor nogle undersøgelser i opgaven bliver lavet med en mindre undersøgelsesgruppe, f.eks. omsætning²³.

Udvælgelsen af peer er underlagt selection bias, da det har været forfatterens subjektive vurdering, hvorvidt selskaberne er sammenlignelige eller ej. Det er dog forsøgt formindsket, ved at vælge indenfor samme branchekode og matching af aktivmasse.

Med disse bias in mente er datasættet efter vores vurdering det bedste bud på kapitalfondenes udvikling i Danmark i perioden 2007 til 2011.

7.6 Regnskabsmæssig analyse

I forbindelse med rentabilitetsanalyser af regnskabsmæssige data, skal man ifølge Plenborg & Petersen overholde følgende regler, således data er så sammenligneligt som muligt.

²² Især USA fremhæves da offentliggørelse af private selskabers regnskaber er minimalt, hvilket ligeledes medfører at de fleste internationale undersøgelser fokuserer på Europæiske kapitalfondsopkøb.

²³ ÅRL§64c. stk.4 – denne lov giver mulighed for at undlade at offentliggøre omsætningen.

Støjkilder i tidsserie - og tværsnitsanalyser	
Tidsserieanalyse	Tværsnitsanalyse
1 Forskellig regnskabspraksis over tid	1 Forskellig regnskabspraksis på tværs af virksomheder
2 Ekstraordinære og usædvanlige poster	2 Ekstraordinære og usædvanlige poster
3 Køb og salg af forretningsområder	3 Sammenligning af forskellige typer af virksomheder (forskelle i risiko)
4 Nye produkter/markeder (ændret risikoprofil)	4 Finansielle nøgletal defineres forskelligt på tværs af virksomheder

Figur 10 – Støjkilder i regnskabsundersøgelser - Kilde: Undervisningsnote "Regnskabsanalyse" CM FIR 2010

Nedenfor gennemgås i korte træk hvordan det er forsøgt at imødegå de i Figur 10 nævnte problemstillinger.

Regnskabspraksis: Når man laver regnskabsanalyser, hvor der skal benchmarkes og sammenlignes over tid, er det essentielt at virksomhederne holder samme regnskabspraksis, da ændret regnskabspraksis ellers vil kunne give såvel positiv som negativ bias, og dermed fejlagtige ændringer i performance. Derfor er regnskaberne kontrolleret for regnskabspraksis, dvs. at hvis der har stået en kommentar i nøgletallene eller noterne om tilpasning af disse grundet ændret regnskabspraksis, er selskabet blevet udelukket af undersøgelsen.

Ekstraordinære poster vil i de fleste tilfælde være udspecificeret i resultatopgørelsen under særlige poster, men i andre tilfælde kan det været indregnet under andre regnskabsposter. Grundet størrelsen af selskaberne er det ikke sikkert at alle har oplyst herom. Det er dog så vidt muligt forsøgt at kategorisere ekstraordinære poster og korrigere herfor. Derfor viser resultaterne i undersøgelserne vedrørende resultatopgørelsen, hvordan selskabernes core-drift har udviklet sig.

Køb og salg af forretningsområde kan i høj grad give problemer med nøgletallene, hvis man eksempelvis alene kigger på resultatopgørelsen. I denne opgave vil resultatopgørelsesposter dog altid blive set i forhold til enten aktiverne, investeret kapital, omsætningen eller medarbejderne, hvorfor det er forholdet og ikke de absolutte størrelser som analyseres. Derved bliver denne problemstilling formindsket. Dog kan det antages at nytilkøbte forretningsenheder ikke giver den fornødne omsætning og profit fra start, hvorfor større investeringer stadig vil påvirke resultaterne.

Risiko: Sammenligning af forskellig risiko er som tidligere nævnt et af de større problemer, da det er vanskeligt at finde selskaber med samme risikoprofil. Dette er dog forsøgt løst gennem en afvejning af

match på branche, faggruppe og manuelle google-søgninger samt størrelse af selskab approksimeret ved deres balancesum.

Nye produkter/markeder: Der vil i denne undersøgelse ikke blive korrigeret for nye produkter og markeders påvirkning af resultaterne, da der ønskes at undersøge, hvorvidt kapitalfondene er i stand til at udvide produktserien eller udvide markedsområderne. Derfor vil en forbedret drift grundet nye områder være en del af konklusionen, hvorfor der ikke skal renses for dette.

Finansielle nøgletal: Der benyttes ikke selskabernes egne nøgletal, da disse kan være defineret forskelligt. Derfor beregnes alle nøgletal manuelt, hvorved de analyserede nøgletal vil blive beregnet ens på tværs af alle selskaberne.

Outliers:

Udover punkterne i Figur 10 er der valgt at rense for outliers. Dette er valgt, da flere af resultaterne har givet ekstreme værdier grundet nedenstående problematikker. Dermed vil medtagelsen af disse resultater influere kraftigt på de samlede resultater (middelværdier), hvorfor disse ikke vil fortælle noget om henholdsvis porteføljeselskaber eller peers generelt.

Derfor er der først rensset for de mest ekstreme værdier, hvorefter værdier der ligger væsentligt mere end 2 standardafvigelse fra middelværdien er frasorteret.

7.7 Måling og statistisk metode

Flere start år

Størstedelen af nedenstående undersøgelser vil tage udgangspunkt i ændringen ift. et fast år. Da det ikke er alle porteføljeselskaber der har data for alle år i undersøgelsesperioden, vil der blive opereret med flere forskellige start år. Alle selskaber har data fra 2008, hvorfor de alle indgår i denne undersøgelsesperiode (start år 2009). De selskaber der yderligere har data for 2007 og 2006, vil ligeledes indgå i undersøgelser med start år 2008 og start år 2007. Derfor er den samlede sample større, desto kortere undersøgelsesperioden er.

Dermed kommer undersøgelsen også ud over problematikken omkring et atypisk start år. Hvis der er oplevet at resultater har givet ekstreme værdier, er selskabet blevet udelukket fra den pågældende undersøgelsesperiode. Dermed indgår selskabet stadig i de andre undersøgelsesperioder, såfremt selskabet har data hertil. Ved at have flere undersøgelsesperioder, sikres det altså at selskabets performance er med

til at påvirke de samlede konklusioner. Dette er især relevant når undersøgelsesgruppen ikke er specielt stor.

Måling

Formålet med undersøgelsen er at klarlægge om kapitalfondsmetoderne virker, hvorfor der undersøges hvorvidt porteføljeselskaberne kan forbedre en række nøgletal over tid både absolut og relativt korrigeret for peers.

Dette giver to udfordringer. Først skal man vurdere, hvorvidt selskabernes ændring skal ses i forhold til året før eller i forhold til et fast start år(indekstal). Næste udfordring er, hvordan det skal vurderes om porteføljeselskaberne har klaret sig bedre end peers.

I første omgang diskuteres hvilke problemstillinger som ligger i at regne ændringerne:

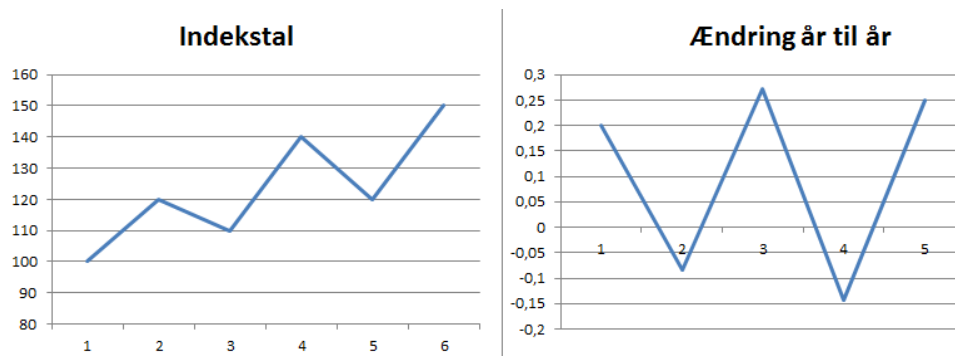
Første problemstilling omkring relative forhold er, når data går fra minus til plus. Eksempelvis når udviklingen er gået fra -10 til +10. Dette giver ved en normal beregning $(10 - (-10)) / -10 = -200\%$. Derfor skal man i nævneren bruge numeriske tal²⁴.

Den anden problemstilling er, når resultaterne ligger omkring 0, da ændringerne procentvis vil være meget høje. Følgende eksempel viser problemstillingen. -10 til 10 giver en ændring på 200%, hvorimod -1 til 10 giver en ændring på 1100%. Derfor, vil den procentvise ændring være meget voldsom, hvis udgangspunktet for ændringen ligger omkring 0, hvilket vil påvirke de samlede resultater meget.

Problemet er tvetydigt, for enten har selskabet som har ligget omkring break-even, lige pludselig klaret sig ekstremt godt/dårligt, hvorfor det relative resultat er korrekt. Derimod kan det også skyldes at det år man sammenligner med er atypisk ift. deres normale performance. Derfor kan man løse udfordringen på to måder. Enten ved at lægge et loft ind, således ændringerne i procent aldrig kan overstige et maks. og et minimum. Dette har den fordel at selskabet ikke frasorteres undersøgelsen, men ulempen er at det giver nogle ukorrekte middelværdier. Den anden løsning er, at fjerne selskabet fuldstændig fra undersøgelsen (Outlier). Da indekstal og flere forskellige start år er valgt, vælges at tage selskabet helt ud, da hvis året var atypisk vil selskabet stadig indgå i en af de to andre start års undersøgelser, og vil dermed være med til at præge den endelige konklusion.

²⁴ $10 - (-10) / \text{abs}(-10) = 200\%$ eller $(-10 - 10) / \text{abs}(10) = -200\%$, dermed løses problemet om procent og minus tal.

Da indekstal er valgt i stedet for år til år udvikling, har man ligeledes den fordel at indekstallene er bedre til at beskrive en generel udvikling over tid. Kigger man derimod år for år kan afkastet over perioden generelt være stigende, men hvis afkastet stiger mindre i nogle af årene kan det dermed se ud som om man præsterer dårligt. Figur 11 viser netop dette forhold. Den venstre figur viser at afkastet generelt er stigende, men med forskellig hastighed. Figuren til højre viser ændringen fra år til år, hvor det ligner at selskabet både klarer det godt og skidt.



Figur 11 - Forskel mellem indekstal og år til år udvikling - Kilde: Egen tilvirkning

Samtidig skal man huske at falder afkastet med 25% det første år og stiger med 25% det andet svarer det i absolutte værdier ikke til det samme. Dette skyldes $100 \cdot (1 - 0,25) \cdot (1 + 0,25) = 93,75$ og ikke status quo. Derfor vælger vi at bruge indekstal (eller rettere procentvis ændring ift. start år).

Samlet udvikling eller relativt til peers:

Dette vender tilbage til hvordan man korrigerer data for peers performance. Igen er der to muligheder. Første mulighed er at parre porteføljeselskaberne med deres respektive peers, dvs. trække hver enkelt fra hinanden og til sidst tage en middelværdi af ændringerne. Er denne positiv må porteføljeselskaberne i gennemsnit have klaret sig bedre. Fordelen ved denne metode er, at man direkte finder ud af hvor mange gange henholdsvis porteføljeselskaberne og peers outperformer hinanden. Ulempen er, at man ikke kan sige noget om den generelle absolutte udvikling, hvilket er ligeså interessant i denne undersøgelse.

Den anden mulighed er at tage en middelværdi af den samlede gruppe af peers og trække fra den samlede gruppe af porteføljeselskaberne. Hvis dette tal er positivt har porteføljeselskaberne outperformet peers. På denne måde kan både den samlede udvikling for porteføljeselskaberne observeres, samt hvordan de har klaret sig i forhold til peers.

Når der bruges middelværdier, fås hvordan de to grupper i gennemsnit har klaret sig. Dette tal kan dog væsentlig påvirkes af større outliers, hvorfor nogle mener det bedre kan betale sig at bruge medianen. Medianen kan dog ligeledes være påvirket af data som ligger i klynger, men formodentlig mindre ekstremt end hvis middelværdien drives af enkelte meget høje værdier. Dette er dog ikke problematisk i denne undersøgelse, da der er rensset for outliers, hvorfor der bruges middelværdier.

Robusthed:

Dette fører over i en diskussion af, hvor robuste resultaterne er. Da datasættet er begrænset i størrelse vælges der at gøre brug af både en kvalitativ (egen metode) og kvantitativ metode (statistisk metode) til at vurdere robustheden. Den kvalitative er en subjektiv vurdering, der bygger på en vurdering af antal outperformede år og middelværdien. Den kvantitative metode vil være en statistisk test af signifikansen af resultaterne.

Kvalitativt:

Da undersøgelsens slutresultat er en middelværdi af selskabernes performance over perioden, fortæller det enkelte tal ikke hele historien om, hvordan selskabernes har klaret sig over perioden. Dette forsøges uddybet, ved at vise, hvorvidt den positive/negative middelværdi er fremkommet af et enkelt år eller om det er generelt for perioden. Hvis vi eksempelvis oplever en positiv middelværdi for den 5-årige periode, vil vi teste i hvor mange af de 5 år resultatet har været positivt. Er det tilfældet i mere end 50 % af tilfældene erklæres tallet for robust. Altså vil et positivt resultat være robust, såfremt der har været positive resultater i minimum 3 ud af 5 år.

% vundne år < 50 %	Ikke robust
--------------------	-------------

% vundne år > 50 %	Robust
--------------------	--------

% vundne år = 50 %	Blandet
--------------------	---------

Kvantitativt:

Når der bruges statistiske metoder og dermed test af signifikansniveau for resultaterne, er man nødt til at kende fordelingen af data. En metode ville være at antage normalfordeling. Dette kan dog være problematisk i denne undersøgelse. Dette skyldes at data er spredt over mange forskellige brancher, der alle påvirkes forskelligt af f.eks. makroøkonomiske faktorer. Derfor er analysen præget af observationer taget fra forskellige populationer (brancher), og det giver dermed ikke blot en usikkerhed om selskabet har klaret sig godt eller dårligt samlet, men også om selskabet har klaret sig godt eller dårligt i forhold til den

tilhørende branche. Man kunne dog vælge at teste for normalfordeling vha. metoder som Jarque – Bera, Sharpiro – Wilk og Kolmogorov – Smirnov. Der er dog valgt ikke at benytte ovenstående test, for i stedet at anvende en alternativ metode, der ikke har brug for kendskab til fordelingen. Dette kaldes non-parametriske test. Udover at testene er fordelingsfrie, fungerer de godt til at vurdere om den ene sample er større end den anden, hvilket er hvad der ønskes undersøgt.

Der findes mange forskellige non-parametriske test, men to af de mest kendte er Wilcoxon signed rank test og Wilcoxon rank sum test, også kendt som Mann-Whitney.

Valget mellem testene afhænger bl.a. af datasættenes størrelse. Wilcoxon signed rank test kræver at de to undersøgte grupper er lige store, mens Mann-Whitney kan håndtere at grupperne har forskellig størrelse.

Wilcoxon Signed Rank Test sammenligner porteføljeselskaber og peers direkte. Dvs. at de enkelte porteføljeselskaber og peers bliver trukket fra hinanden. Dette svarer til metoden, der tidligere blev fravalgt. Derudover testet der på om medianen af de to grupper er forskellig, hvilket ligeledes blev fravalgt.

Mann-Whitney tester derimod om middelværdierne for de to grupper er forskellige. Sammenholdes dette med at Mann-Whitney heller ikke kræver at der er lige mange selskaber i henholdsvis porteføljegruppen og peergruppen, er dette den bedste test til denne undersøgelse.

Mann-Whitney tester på hvor stor sandsynlighed der er for, at en tilfældig valgt observation i den ene sample er større end en tilfældig valgt observation i den anden. Nulhypotesen er sand, hvis de to undersøgelsesgrupper (porteføljeselskaber og peer) er taget fra samme gruppe, da sandsynligheden for at en tilfældig valgt observation fra den ene gruppe er større end en tilfældig valgt observation fra den anden gruppe vil være 50 %, hvorfor middelværdierne må være ens. Er dette ikke tilfældet må de to grupper være forskellige.

Nul hypotese er altså: $H_0: \Delta = 0$, hvor Δ er forskellen på de to gruppers middelværdi.

Undersøgelsens alternative hypotese afhænger af, hvorvidt peer eller porteføljeselskaberne klarer sig bedst i undersøgelsen, altså om middelværdien er positiv eller negativ.

I de tilfælde, hvor middelværdien i undersøgelsen var positiv vælges: $H_1: \Delta > 0$, som alternativ hypotese. Var undersøgelsens middelværdi negativ ville den alternative hypotese være: $H_2: \Delta < 0$

Fremgangsmåde:

Både porteføljeselskaberne og peers bliver rangeret efter deres performance i en samlet gruppe. Den mindste værdi (nøgletallet) tildeles rang 1, næstmindste værdi tildeles rang 2 osv. Til sidst summeres de samlede ranks for de to grupper. Denne sum benævnes herefter W .

I denne undersøgelse er der for mange data til at værdierne for signifikansniveauet kan slås op i tabel. Derfor bruges følgende formel²⁵:

$$W = \frac{W - E_0(W)}{\sqrt{Var_0(W)}}, \text{ hvor } Var_0(W) = \frac{mn(m+n+1)}{12} \text{ og } E_0(W) = \frac{n(m+n+1)}{2}$$

Om nulhypotesen afvises, afhænger af valget af alternativ hypotese. H_0 afvises såfremt $W \geq z_\alpha$, når den alternative hypotese er H_1 (når middelværdien var positiv), mens H_0 afvises såfremt $W \leq -z_\alpha$, når H_2 er den valgte alternative hypotese (når middelværdien er negativ).

Z-værdien slås op i en normalfordelings tabel, og giver dermed signifikansniveauet for hypotesen. Signifikansniveauet fortæller altså hvor ofte man fejlagtigt forkaster nul hypotesen. Det er valgt at vise, hvorvidt et resultat er signifikant på 5%, 10 % og 15 % signifikansniveau. Er signifikansniveauet højere betragtes data ikke som signifikant.

Eksempel på udregning – Operationelle resultater:

Da alle de efterfølgende operationelle nøgletal bliver testet ud fra tre forskellige start år, henholdsvis 2007, 2008 og 2009, giver det 5, 4 og 3 observations år i undersøgelserne. Altså skal man bedømme udviklingen og outperformance ud fra 12 forskellige resultater, hvilket er temmelig uoverskuelig. Derfor er det valgt at beregne en middelværdi af udviklingen i de tre start års undersøgelser. Middelværdien fortæller dermed hvordan de i gennemsnit har klaret sig i de tre start års undersøgelser, hvilket giver et bedre overblik over resultaterne.

Alle observationsårene regnes som middelværdier og beregnes for tre grupper. Den første gruppe er alle porteføljeselskaber, hvilket inkluderer de selskaber som overholder de regnskabsmæssige datakrav, men blot er så specielle, at det ikke var muligt at finde peer. Derfor er dette tal interessant at følge, hvis det eksempelvis ændrer sig signifikant ift. resultatet af de porteføljeselskaber, som har tilknyttet peers (i undersøgelserne kaldet "Porteføljeselskaber med peers"). Porteføljeselskaber med peers er nødvendig at udregne, da der vil være for stor bias hvis resultatet fra alle porteføljeselskaber blev brugt, når der skulle

²⁵ Formlen minder meget om, hvordan man finder z ved normalfordeling, $z = \frac{x-\mu}{\sigma}$. Dette skyldes at Mann og Whitney bevidste at W er normalfordelt for større grupper (Bellera, Julien og Hanley 2010).

testes for outperformance. Derfor vil det primært være dette resultat som beskriver kapitalfondenes udvikling. Peers er alle sammenligningsselskaberne.

Robustheden af resultaterne testes på to måder. Den første (egen kvalitative metode) tæller antal vundne år i den enkelte start års undersøgelser. I eksemplet kan man se, at 2007(markeret med blå) har kapitalfondene i gennemsnit underperformet med -8%, hvilket er skabt af en underperformance i 4 ud af 5 år, der dermed styrker konklusionen om at peers har klaret sig bedst. Havde kapitalfondene i stedet vundet 3 ud af 5 år, ville resultaterne dermed være drevet af to meget dårlige år for kapitalfondene, hvorfor middelværdien dermed ikke ville betragtes som robust. Alle år er ligeledes blevet testet via Mann-Whitney. Hvis resultatet har været positivt, dvs. porteføljeselskabet har outperformet peers, vil signifikansen været testet som $H_1: \Delta > 0$, hvis tallet derimod var negativt testes $H_2: \Delta < 0$. Middelværdien betragtes dermed som robust, hvis middelværdien og hypotesetesten giver samme resultat. Eksempel på dette er i start år 2008 ved observations år 2008. Her er resultatet både positivt, og H_1 er signifikant med 10%, hvorfor resultatet betragtes som signifikant.

Udover den samlede performance for grupperne undersøges ligeledes, hvad den er drevet af. Dette gøres ved at inddele alle resultater i en Top25 – svarende til de 25% bedste selskaber i de enkelte observations år, mellem50 (næste 50%) og bund25(de sidste 25%) for både porteføljeselskaber og peers. Ved at se på hvor performance skabes, kan man ligeledes beskrive hvor robuste konklusionerne er. For så vidt performance alene drives af top25, kan det dermed skyldes enkelte gode selskaber, hvorimod hvis performance også drives af mellem50 og bund25, vil konklusionerne være mere robuste.

I undersøgelserne vil der alene vises tabeller for de samlede data lignende nedenstående figur. Resultater for kvartilerne findes i bilag. Samtidig er alle figurer der vises i opgaven blevet rensset for outliers, hvorfor dette selvfølgelig kan påvirke konklusionerne. Derfor vil der i bilag ligeledes være tabeller uden rensningen, så det er muligt at sammenligne resultaterne. Alle resultater vil dog starte med at blive kommenteret for absolutniveau, relativt ift. peers, robusthed, signifikans og til sidst om rensningen har givet anledning til ændrede konklusioner.

BEMÆRK at der ikke er foretaget Mann-Whitney test på kvartilerne, hvilket skyldes det lave antal af observationer. Derimod er der testet for robusthed ved antal vundne observations år.

Udvikling - EBITDA / medarbejder (Produktivitet)						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	5%	17	-6%	28	3%	40
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	5%	15	-5%	22	-7%	31
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	13%	19	-21%	26	6%	37
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-8%		15%		-13%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-38%	-19%	-7%	36%	-12%	-8%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	11%	15%	4%	31%		15%
Robusthed - Mann-Whitney				Signifikant 10%		
Start år 2009	-23%	2%	-19%			-13%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Figur 12 - Eksempel på præsentation af resultater - Kilde: Egen tilvirkning

Eksempel på udregning –Finansielle:

Diskussionen af de finansielle resultater foretages via absolutte tal, da det er niveauet fremfor udviklingen som er interessant. Derfor er problemstillingerne omkring beregning af udvikling ikke relevant i denne del.

8. Har kapitalfonde klaret sig operationelt bedre?

Den første undersøgelses formål er at teste om danske kapitalfondsejede selskaber har formået at optimere driften i perioden 2007 til 2011. Som tidligere nævnt er der en general konsensus omkring kapitalfondenes fokusændring fra finansiell til operationel forbedring.

En af de seneste internationale undersøgelser viser, at det generelt er lykkedes kapitalfondene at have et positivt Alpha, hvilket betyder at de, fratrukket finansieringspåvirkningen, har skabt en positiv operationel værdi i perioden for ejerskabet. Undersøgelsen er udarbejdet af universitetet i München på vegne af Capital Dynamics, og indeholder 241 afsluttede Europæiske kapitalfondstransaktioner og som benchmark blev der valgt sammenlignelige peers. (Achleiter, Lichtner og Diller 2009).

Samme undersøgelse blev ligeledes lavet på det danske marked for 44 virksomheder. Mange af resultaterne stemte overens med den europæiske undersøgelse, dog kom mere af den danske værdiskabelse fra operationel forbedring, på bekostning af market effect. (Lichtner og Achleitner 2011).

Kaplan undersøgte i 1989, hvorvidt kapitalfondene operationelt forbedrede deres porteføljeselskaber. Dette blev gjort ved at undersøge udviklingen i driftsindtjening approksimeret ved EBITDA samt udviklingen

i cash flows. I undersøgelsen bruges industrigennemsnit til sammenligning. Konklusionen var at kapitalfondene havde forbedret både cash flow og EBITDA (S. Kaplan 1989).

Gottschlag lavede i 2011 på vegne af Golding Capital Partners en opdateret alpha undersøgelse af kapitalfondenes performance. Over 4200 transaktioner i perioden 1977-2010 blev analyseret og dækkede både Europa og USA. Undersøgelsen fandt en positiv alpha på 5 %. Til sammenligning blev der brugt aktieindeks, tilpasset for timing i cash flow, branchens performance og gearing (Gottschalg 2011).

De ovenstående undersøgelser har kun undersøgt afsluttede handler, hvor denne undersøgelse fokuserer på de tilbageværende porteføljeselskaber.

Først og fremmest kan driftsudviklingen måles på flere måder, enten som absolutte tal eller som relative. I denne undersøgelse er valgt relative nøgletal til at måle udviklingen i driften, da dette matcher indtjening og investering.

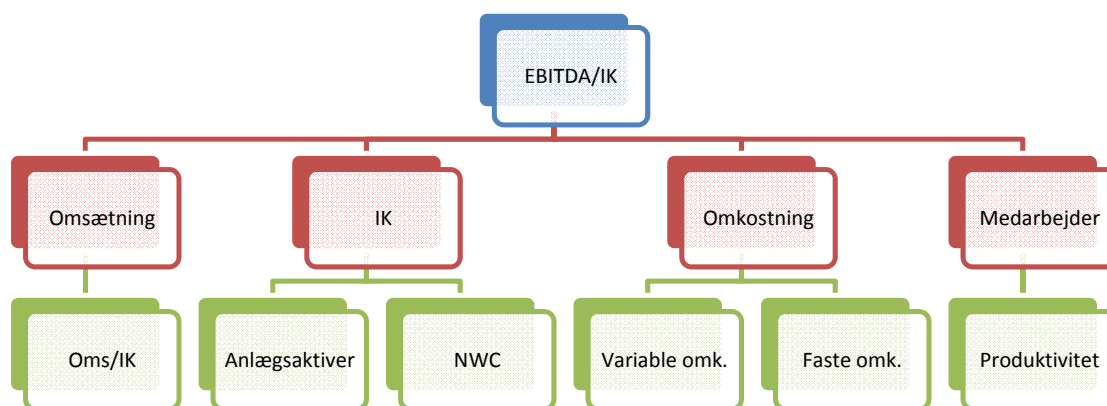
Indtjeningen kan udtrykkes som EBITDA, EBIT eller NOPAT, imens investeringen kan udtrykkes som aktiver i alt, egenkapitalen eller investeret kapital.

Investeret kapital er valgt frem for aktiver i alt og egenkapital, da denne afspejler den kapital som skal forrentes af såvel ejerne og fremmedkapitalindskyderne, hvorimod aktiver i alt indeholder en række poster som blot midlertidigt holdes i balancen og dermed typisk ikke er rentebærende.

Som mål for indtjeningen er EBITDA valgt. Dette skyldes, at regnskabsmålet er mindre påvirket af regnskabsmæssige skøn som af- og nedskrivninger, ligesom der ikke skal tages højde for skatteproblematikker. Dette vil alt andet lige gøre tallene mere sammenlignelige. Skatteproblematikken kan eksempelvis give problemer ved særlige poster og udenlandske enheder, samt udskudte skatteforpligtelser. Ligeledes kan selskaberne have forskellig afskrivningspraksis, hvorfor forskellige vurderinger af samme aktiv, kan påvirke rentabiliteten. Eksempelvis kan selskabets regnskabsklasse også have indflydelse på, hvordan der må afskrives på et aktiv, f.eks. goodwill. EBITDA er ikke altid oplyst i regnskaberne, da funktionsopdelte regnskaber kun oplyser det i noterne. Derfor er EBITDA regnet manuelt for alle selskaber. Samtidig er alle "non core" aktiviteter blevet fjernet, da dette er med til at give støj i sammenligningstallene.

Hovednøgletallet for den operationelle forbedring vil derfor være EBITDA/Investeret kapital – hvilket dermed fungerer som en proxy for ROIC. Da regnskabsmæssige data alt andet lige er periodeafgrænset, undersøges ligeledes om afkastet drives af større balanceændringer, ligesom EBITDA undersøges for at se

om dette generelt drives af omsætningsforøgelse eller omkostningsnedsættelse. Figur 3 giver et overblik over undersøgelserne.



Figur 13 – Overblik over delkomponenter i den Operationelle undersøgelse – Kilde: Egen tilvirkning.

Bemærk at udvikling i omsætningen vil blive set i forhold til den investerede kapital, da en ændring heri ellers ville kunne være forklaret af en ekstra investering såsom tilkøb af division. Samtidig er denne ligeledes problematisk, da det afhænger af regnskabsklassen om selskabet er forpligtet til at oplyse nettoomsætningen eller ej.

Dette fører over til, hvordan de operationelle forbedringer vil blive undersøgt.

EBITDA/INVESTERET KAPITAL

Samlet har de danske porteføljeselskaber i gennemsnit formået at forbedre driftsafkastet EBITDA/IK i to ud af de tre start års undersøgelser. Korrigeres der ligeledes for peers, har porteføljeselskaber i alle start års undersøgelser outperformat peergruppen. En af forklaringer er, at peers i gennemsnit i alle start år har haft en negativ udvikling. Dermed ligner det at danske kapitalfonde er i overensstemmelse med internationale undersøgelser om skabelse af operationel værdi. Alle resultater betragtes som robuste, da porteføljeselskaberne har outperformat peers i de fleste observations år. Dog er kun 2 observationer ud af de 12 Mann-Whitney signifikante, hvilket betyder at det ikke kan statistisk kan afvises at peers leverer den samme eller måske bedre performance end porteføljeselskaberne. Begge signifikante observationer ligger dog i start år 2008, hvorfor denne start års undersøgelse betragtes som den mest signifikante. Resultatet påvirkes heller ikke af rensning for større outliers, da urensede data kommer til samme konklusion.

Der er dog større forskel på, hvordan de enkelte selskaber har klaret sig. De Top25 bedste porteføljeselskaber har udviklet sig væsentligt bedre end de top 25 bedste peerselskaber. Dette resultat er ligeledes robust, da porteføljeselskaberne også har vundet de fleste observations år. Outliers ændre ikke resultatet.

Midt50 af porteføljeselskaberne har umiddelbart haft en udvikling omkring 0, hvorimod de i alle perioder har klaret sig bedre end peers, resultatet er robust og påvirkes ikke af outliers.

For det nederste kvartil, Bund 25, har afkastet for porteføljeselskaberne været negative i alle start år og har ligeledes været mere negativ end peers. Resultat er robust og påvirkes ikke af rensning af outliers.

For at opsamle, så har porteføljeselskaberne haft en bedre udvikling i EBITDA/IK i alt, i Top 25 og i Midt 50, i mens peers har klaret sig bedre i Bund 25. Internationale undersøgelser har ligeledes peget på, at det er top25 der er skyld i at kapitalfonde outperformer (Aigner, et al. u.d.). I denne undersøgelsen kan ses lignende tendenser, men modsat de internationale har Midt 50 også outperformat peers. Derfor kan der konkluderes at kapitalfondene i perioden uanset start år har forbedret deres afkast såvel absolut, som relativt ift. peers, selvom ikke alle start års undersøgelser er signifikante.

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	9%	17	-2%	27	7%	40
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	8%	15	-2%	21	4%	32
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-11%	19	-16%	27	-5%	36
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	20%		15%		9%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	10%	27%	1%	59%	2%	20%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	16%	29%	-12%	25%		15%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 5%			
Start år 2009	3%	27%	-4%			9%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Husk data for top25, midt50 og bund25 findes i bilag. Samtidig vises alle de ovenstående resultater også for de urensede data.

Delkomponent:

Spørgsmålet er nu hvilke delkomponenter der har været den medvirkende faktor til at udvikle afkastet. I første omgang analyseres de komponenter, som påvirker balancen og dermed investeret kapital. Derefter undersøges hvilke delkomponenter der driver EBITDA.

Omsætning/Investeret kapital (Omsætningshastighed)

Første forklaring på porteføljeselskabernes bedre resultater kan være en større omsætningshastighed

$$\frac{\text{Omsætning}}{\text{Investeret kapital}}$$

Det bør her bemærkes, at ikke alle selskaber har oplyst omsætning, hvorfor undersøgelsesgruppen bliver mindre. Såfremt der mangler omsætning på henholdsvis porteføljeselskabet eller peers, er begge selskaber fjernet fra undersøgelsen.

Med det forbehold viser undersøgelsen, at porteføljeselskaberne generelt har øget omsætningshastigheden, hvilket betyder, at porteføljeselskaberne har været bedre til at udnytte den investerede kapital til at skabe omsætning. Samtidig har peers haft en negativ udvikling, og resultaterne er robuste. Derudover er 11 ud af 12 observations år er signifikante, hvorfor der kan konkluderes at porteføljeselskaberne har outperformat peers. Data ændres ikke af outlier.

Samme tendens ser man for Top25 og Midt50, der både har en positiv udvikling men også har en mere positiv end peers. Begge grupper er robuste og påvirkes ikke af outliers. Bund 25 har derimod en negativ udvikling, men den er mindre negativ end peers.

Altså er tallene både signifikante og robuste, hvorfor konklusionen er klar. Porteføljeselskaberne har haft den bedste udvikling i omsætningshastighed af investeret kapital.

Udvikling - Omsætning/Investeret kapital (Omsætningshastighed på investeret kapital)						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	23%	10	30%	25	15%	33
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	23%	8	31%	18	18%	25
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-5%	13	-5%	21	-5%	26
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	27%		36%		23%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	43%	34%	29%	31%	1%	27%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 10%	Signifikant 5%		
Start år 2008	54%	35%	30%	24%		36%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%		
Start år 2009	28%	30%	11%			23%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 15%			
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling i anlægsaktiver:

En af problematikkerne omkring det periodeafgrænsede afkastmål EBITDA/IK er, at afkastet kan stige ved at større investeringer i anlægsaktiver undgås, og dermed skaber en kortsigtet forbedring på bekostning af den langsigtede værdiskabelse.

Kapitalfondene bliver ofte kritiseret for, at de kan have en for kort tidshorisont, og dermed alene fokuserer på at optimere de kortsigtede værdiskabelser. Hvis dette er tilfældet bør kapitalfondene holde tilbage med investeringer i anlægsaktiver.

Derfor undersøges det, om kapitalfondene i Danmark generelt udvikler eller afvikler virksomhederne. Til dette formål er CAPEX (Capital expenditures) valgt, da dette nøgletal kigger på hvilke anlægsinvesteringer som er foretaget i perioden. CAPEX beregnes i denne undersøgelse som Anlægsaktiver (ultimo) + Afskrivninger – Anlægsaktiver (primo).

Da undersøgelsen kigger på ændringer, kan resultaterne i denne undersøgelse i høj grad være påvirket af store udsving grundet år med større frasalgs af divisioner/køb af virksomhed. Derfor er det op til diskussion, hvorvidt det mest korrekte resultat er før eller efter fjernelse af outliers, da de største outliers formentlig opstår ved netop køb og salg af større virksomhedsdele, hvorfor udviklingen vil se voldsom ud. Derfor vil denne undersøgelse, modsat de andre, vise både før og efter rensning for outliers.

Til at starte med vil resultaterne kommenteres ud fra antagelsen om, at det mest korrekte resultat er før der bliver rensset for outliers.

Samlet har porteføljeselskaber haft en positiv udvikling i 2 ud af 3 år. Alle start år har haft en bedre udvikling end peers, der både i start år 2007 og 2008 ser ud til i gennemsnit af at afvikle deres virksomhed. Data er robuste, men kun signifikante i 3 ud af 12 år.

Top 25 porteføljeselskaber har haft en positiv udvikling både absolut samt korrigeret for peers og data er robuste.

Omvendt viser Midt 50 og Bund 25 et negativt niveau og at peers har haft en mindre negativ udvikling i CAPEX. Alle resultater er robuste i forhold til antal vundne år.

Bruges de data som er rensset for outliers i stedet, ændres konklusionerne. Her har alle selskaber i alle start år haft en negativ udvikling ift. CAPEX, og porteføljeselskaberne har haft en mere negativ udvikling i 2 ud af 3 år. Data er robuste og er mere signifikante end for de urensede, da de er signifikante i 7 ud af 12 år.

Top 25 har vist en positiv udvikling men ikke nok til at være bedre end peers, og data er robuste. Midt50 og Bund25 er begge negative i udvikling og ift. peers, dog er Midt50 kun robust i 2 ud af 3 år, da kapitalfondene faktisk har været bedst i de fleste observations år i start år 2009.

Opsamles på anlægsinvesteringer er resultaterne blandede, men noget tyder på at både porteføljeselskaberne og peers har været påvirket af finanskrisen. Tendensen har løbende været at formindske anlægsaktiverne og dette påvirkes ikke af valg af start år. I undersøgelsen med de urensede data har porteføljeselskaberne en positiv udvikling og outperformer peers i top25 (hvor man må formode til køb befinder sig) og taber stort i bund25 (hvor frasalg befinder sig). Derfor ligner det at kapitalfondene generelt både køber og sælger forretningsområder i større grad end peers. Dog ligner det ikke at porteføljeselskaberne har større fokus på almindelige anlægsinvesteringer, da udviklingen undtagen start år 2009 har været signifikant mere negativ end peergruppen.

Udvikling - CAPEX - ikke renset for outliers						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-58%	18	-7%	32	63%	46
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-54%	16	9%	25	100%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-67%	21	-28%	32	4%	42
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	13%		37%		97%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår - ikke renset for outliers						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	81%	4%	11%	-28%	-3%	13%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%		Signifikant 5%			
Start år 2008	84%	52%	-7%	21%		37%
Robusthed - Mann-Whitney			Signifikant 5%			
Start år 2009	117%	-33%	206%			97%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling - CAPEX - renset for outliers						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-84%	17	-69%	30	-17%	43
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-83%	15	-70%	23	-20%	33
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-66%	19	-41%	31	-32%	39
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-17%		-29%		12%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - renset for outliers						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-5%	-16%	-17%	-39%	-6%	-17%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10% Signifikant 10% Signifikant 5%					
Start år 2008	-29%	-13%	-16%	-59%		-29%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%	Signifikant 10%	Signifikant 15%	Signifikant 5%		
Start år 2009	27%	9%	1%			12%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

NWC (Net Working Capital - Arbejdskapitalen):

En tredje mulighed for at optimere den investerede kapital er ved at nedbringe pengebindingerne.

Kapitalfonde vælger typisk meget aktiv tunge selskaber, hvor de kan se nogle hurtige enkeltstående værdiskabelsesmuligheder. Dette kan f.eks. være frasalg af ikke rentable enheder. En anden enkeltstående fortjeneste er at øge cash flowet ud over, hvad der optimeres i resultatopgørelsen.

Da kapitalfondene påstår, at de har stort fokus på opfrysning af cash flows, vil det derfor undersøges om det i perioden har været muligt at forbedre arbejdskapitalen. NWC er tilknyttet omsætningen, hvilket betyder at arbejdskapitalen ofte stiger ved øget omsætning. Derfor er det forholdet mellem omsætningen og arbejdskapitalen, der er den interessante faktor. Forbedringen af NWC kan opnås ved at formindske varebeholdningen og debitorerne eller sørge for at forøge leverandørgælden.

Derfor undersøges om kapitalfondene har forbedret deres omsætningshastighed af arbejdskapitalen, Turnover rate NWC, og dermed nedbragt pengebindingerne relativt til omsætningen. NWC beregnes her som Varebeholdning + Tilgodehavende salg – Kreditorer.

OMS/NWC

Porteføljeselskaberne har for alle start år forbedret turnover raten, og udviklingen har ligeledes været bedre end peers. Data er robuste, signifikante i 8 ud af 12 år og påvirkes ikke af rensningen for peers.

Top25 og Midt50 har ligeledes har en positiv udvikling, men hvor top25 er bedre end peers i alle år, er Midt 50 kun bedst i 2 ud af 3. Data er robuste, men top25 kan være påvirket af rensning af outliers, men

resultaterne uden rensning er ikke robuste. Bund 25 har haft en negativ udvikling, der dog er mindre negativ end peers og resultaterne er robuste.

Resultaterne viser at porteføljeselskaberne har formået at formindske arbejdskapitalen og samtidig gøre det signifikant bedre end peers. Dette bekræfter tesen om at kapitalfondene har fokus på omdannelse af driftsaktiviteter til pengestrømme. Derfor konkluderes, at det er lykkedes porteføljeselskaberne at nedbringe pengebindingerne i perioden.

Udvikling - Omsætning/NWC - Omsætningshastigheden af NWC						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	16%	11	21%	20	19%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	22%	9	25%	14	22%	20
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	18%	13	-8%	17	0%	22
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	4%		33%		22%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	18%	18%	-15%	24%	-25%	4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			
Start år 2008	41%	44%	21%	28%		33%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%		
Start år 2009	38%	25%	4%			22%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 10%				
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

EBITDA/Oms:

Der vil nu undersøges, hvilken påvirkning driften har haft på udviklingen i EBITDA/IK. Først vil udviklingen i overskudsgraden testes. For at skabe sammenhænge mellem undersøgelserne, er overskudsgraden defineret som. Dette kendes også som EBITDA-marginen. Årsagen til at der bruges EBITDA/omsætning er for bedre at kunne fortolke på resultatet. Hvis dette forhold stiger, skyldes det at EBITDA er blevet større ved samme omsætning, hvorfor det er positivt for virksomheden.

Samlet set har porteføljeselskaberne kun nedsat omkostningerne ift. omsætningen i 1 ud af 3 år, hvorimod porteføljeselskabet har haft en mindre negativ udvikling end peers. Data er robuste men kun signifikante i 2 ud af 12 år, og outlier kan have påvirket resultatet, da før rensningen ville porteføljeselskaberne have haft både en positiv udvikling men også relativt ift. peers.

Top25 porteføljeselskaber har klaret sig godt. 2 ud af 3 start år viser at porteføljeselskaber har klaret sig over 40 procentpoint bedre end peers. Kigges der på før rensning af outliers er resultatet det samme, men

forskellen er en del større. Alle resultaterne er robuste set på antal vundne observationsår, hvorfor det må konkluderes at Top25 har outperformat peers.

Billedet er anderledes uklart, når man kigger på Midt 50. Peers har præsteret bedst i 2 undersøgelsesperioder, men forskellen er tæt på nul i det ene start år. Det samme gør sig gældende, når der kigges på før rensning af data. Så selvom alle resultater er robuste, så varierer konklusionen for meget i forhold til start år til at kunne sige noget klart om denne gruppe.

I Bund25 har peers klaret sig bedst i 2 ud af 3 start år. Derudover bliver resultatet klarere, når der ses før rensning af data, hvor peer har outperformat porteføljeselskaberne ved alle start år. Alle resultater er robuste i forhold til antal vundne år.

Altså er det ikke til at sige, hvorvidt porteføljeselskaberne eller peers har klaret sig bedst, ligesom resultaterne heller ikke er signifikante. Dog kan det konkluderes at porteføljeselskabernes EBITDA-margin primært er drevet af Top25, mens peers har holdt et højere bundniveau. Dermed ser det ikke ud til at deres omkostningsstyring er prioriteret højt, eller også har peers grundet finanskrisen haft et ligeså stort og måske endda større fokus på omkostningsnedsættelser. Hvad den endelige forklaring er, kan der ikke svares entydigt på.

Udvikling - EBITDA / Omsætning (EBITDA - margin)						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	11%	11	-9%	19	-9%	26
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	15%	9	-4%	13	-11%	18
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	14%	12	-28%	16	4%	21
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	2%		24%		-15%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	17%	2%	-16%	23%	-18%	2%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	10%	16%	21%	49%		24%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%			Signifikant 5%		
Start år 2009	-10%	-2%	-33%			-15%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Oms/Variable omkostninger:

Den faldende overskudsgrad kan skyldes to ting. Enten er de variable eller de faste omkostninger steget ift. omsætningen. Derfor vil der nu undersøge, hvorvidt den faldende EBITDA-margin kommer fra udviklingen i

faste eller variable omkostninger, for at se hvor kapitalfondene har deres fokus, startende med variable omkostninger i forhold til omsætningen.

En forbedring i variable omkostninger ift. omsætningen vil alt andet lige sige noget om produktiviteten, dvs. om det relativt er blevet billigere at producere varerne.

Undersøgelsen viser, at porteføljeselskaberne har haft svært ved at holde de variable omkostninger nede. Derfor er den samlede udvikling negativ, og har kun i 1 ud af 3 år haft en mindre negativ udvikling end peers. Data er robuste og signifikante i 4 ud af 12 år. Data påvirkes ikke af rensning for outlier.

Ses der på de enkelte kvartiler, er billedet det samme. Porteføljeselskaberne har klaret sig bedst i enkelte start år, primært 2008, men data er robuste og de negative resultater forstærkes yderligere hvis der kigges på før rensning af outliers. Samtidig er resultaterne robuste set på antal vundne år, hvorfor der ikke er nogen tvivl om, at peers har klaret sig bedre i styring af de variable omkostninger.

Samlet ser det altså ikke ud til at porteføljeselskaber har formået at optimere produktionen eller produktionsomkostninger, da omkostningerne faktisk er steget en smule i perioden. Dette er ikke så unaturligt i finanskrisen, men udviklingen har været mere negativ end peers.

Udvikling - Omsætning/Variable omkostninger						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-4%	11	-1%	24	-3%	33
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-3%	9	-1%	17	-4%	24
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	1%	13	-2%	20	0%	26
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-4%		1%		-4%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	0%	-5%	-2%	-5%	-6%	-4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2008	2%	0%	3%	1%		1%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2009	-6%	-7%	1%			-4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%	Signifikant 5%				
<i>*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant</i>						

Oms/Faste omkostninger:

Næste undersøgelse henvender sig til de faste omkostninger, hvilket alt andet lige fortæller, hvor eksponeret selskabet er ift. fald i omsætning.

Porteføljeselskaberne skulle eftersigende være bedre til at skabe overblik og fjerne unødige omkostninger, hvorfor følgende undersøgelse vil se om forholdet mellem de faste omkostninger og omsætningen er blevet bedre.

I denne undersøgelse ser det igen ud til, at peers har klaret sig bedst, men billedet er ikke lige så entydigt som ved undersøgelsen af variable omkostninger.

Porteføljeselskaberne har haft en negativ udvikling i 2 ud af 3 år, og har ligeledes klaret sig dårligere end peers i 2 ud af 3 år. Resultaterne er robuste og signifikante i 5 ud af 12 år. Outliers vil derimod ændre resultatet, således at porteføljeselskaberne både absolut og relativt ville have positiv udvikling.

Det samme forhold observeres i top25 og midt50, der begge har klaret sig relativt dårligere end peers, hvor top25 dog har haft en positiv absolut udvikling. Selvom data er robuste påvirkes de begge af outlier, da begge ville være positive både absolut og relativt ift. peers. Bund25 er negativ både for udvikling og korrigeret for peers, resultaterne er robuste og påvirkes ikke af outliers.

Derfor kan man ikke sige noget fuldstændigt entydigt om faste omkostninger, men det ligner ikke at kapitalfondene kan forbedre det. Selvom outlier påvirker, hvilket betyder at enkelte porteføljeselskaber har klaret det rigtig godt i perioden, så konkluderes det stadig af mht. faste omkostninger har kapitalfondene ikke været bedre end peers.

Udvikling - Omsætning/Faste omkostninger						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	3%	11	30%	24	6%	29
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-6%	9	21%	17	-7%	20
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	3%	13	-7%	18	-1%	23
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-9%		28%		-6%	
Robusthed pba. Antal vindne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-16%	-8%	5%	-1%	-26%	-9%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2008	39%	14%	27%	33%		28%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			
Start år 2009	5%	-12%	-11%			-6%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Medarbejdere:

EBITDA kan dog, ligesom investeret kapital, være misvisende på den korte bane. Dette skyldes blandt andet, at ansættelse af nye medarbejdere ikke altid skaber omsætning fra dag ét, hvilket påvirker resultatet negativt. De faste omkostninger bliver derimod meget påvirket af en øget medarbejderstab.

Et af kritikpunkterne i den tidligere omtalte "Value transfer" er, at kapitalfondene blot flytter værdier fra medarbejderne ved at fyre dem for i stedet at tilgodese de nye aktionærer og dermed øge shareholder value gennem lavere omkostninger. Da man via ovenstående kan se at, de ikke har fået værdi ved lavere omkostninger, er det spørgsmålet om kapitalfondene alligevel har fyret medarbejdere.

Empiriske undersøgelser har prøvet at undersøge denne tese og kan ikke finde noget tegn på at dette skulle være tilfældet. Konklusionerne stammer fra undersøgelser lavet på baggrund af tre forskellige undersøgelser, en fra buyouts i 1980'erne, en i perioden 1980 til 2005, og den sidste fra 1999 til 2004. Resultatet viser alle at kapitalfondene i perioderne har øget produktiviteten, og samtidig forstørret deres antal af ansatte, men dog med et lavere niveau end deres sammenligningsselskaber. (Kaplan og Strömberg 2009).

Derfor undersøges nu om lignende tendenser kan ses i Danmark.

EBITDA/medarbejdere

Den første undersøgelse kigger på påstanden om, at kapitalfonde øger produktiviteten af medarbejderne. Dette undersøges ved at se, om det er muligt at øge omsætning pr. medarbejder.

Umiddelbart er det ikke til at sige hvorvidt porteføljeselskaber eller deres peers har klaret sig. Samlet har porteføljeselskaberne haft en negativ udvikling absolut og korrigeret for peers i 2 ud af 3 år. Data er robuste, men er kun signifikante i 2 ud af 12 år. Outliers påvirker resultatet, da før rensning ville porteføljeselskaberne have klaret sig bedre end peers.

Top25 har udviklet sig positivt og bedre end peers i 2 ud af 3 år. De er dog ikke så robuste, da porteføljeselskaberne i det ene start år ikke har vundet flest observations år. Midt50 har negativ udvikling i 2 ud af 3 start år, men mindre negativ end peers i 2 ud af 3 år, ligesom data kun er robust i 2 ud af 3 år. Dermed må data altså betragtes som ikke robuste.

Bund 25 er negativ både absolut og relativt, resultatet er robust og bliver ikke påvirket af outliers.

Samlet har porteføljeselskaberne ikke øget produktiviteten, men hvorvidt de har klaret det dårlige end peers er ikke til at sige, da resultaterne hverken er signifikante eller robuste nok til at konkludere dette.

Udvikling - EBITDA / medarbejder (Produktivitet)						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	5%	17	-6%	28	3%	40
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	5%	15	-5%	22	-7%	31
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	13%	19	-21%	26	6%	37
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-8%		15%		-13%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-38%	-19%	-7%	36%	-12%	-8%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	11%	15%	4%	31%		15%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2009	-23%	2%	-19%			-13%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling i antal medarbejdere

Den lavere produktivitet skyldes ikke at porteføljeselskaberne generelt har et stigende antal medarbejder over perioden, da de samlet ser ud til at have både en positiv, neutral og negativ udvikling alt efter hvilket start år man kigger på. Sammenlignes med peers har de dog klaret sig bedre, hvilket er robust. Statistisk er der ingen af de 12 observations år som er signifikante, hvorfor det statistisk ikke kan afgøres om den ene eller anden gruppe har klaret sig bedre. Medtages outliers ville porteføljeselskaberne dog have haft en positiv udvikling.

Top25 har udviklet sig positivt over perioden såvel absolut og relativt, ligesom resultaterne er robuste og outliers ikke påvirker resultatet. Midt50 har haft en negativ udvikling i 2 ud af 3 tilfælde, men har dog ligeledes klaret det mindre negativt end peers. Det samme resultat fremkommer ved bund25. Alle resultater er robuste.

Sammenlignes med internationale undersøgelser er de danske selskaber ikke konsistente mht. stigende antal medarbejdere, men dette skyldes nok i høj grad finanskrisen. Modsat internationale undersøgelser har danske porteføljeselskaberne dog haft en mindre negativ udvikling end peers. Derfor kan man dog alligevel afkræfte tesen om value transfer, da andre selskaber har haft mere fokus på at fyre medarbejdere, imens udviklingen hos kapitalfonde har været mere blandet hældende mod et større antal medarbejdere.

Udvikling - Udvikling medarbejder						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	21%	18	1%	30	-3%	45
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	20%	16	0%	24	-4%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	1%	21	-7%	29	-9%	39
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	19%		7%		5%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	11%	30%	22%	18%	13%	19%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	7%	14%	5%	1%		7%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2009	7%	6%	3%			5%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Opsummering operationelle forbedringer:

Generelt har det vist sig, at porteføljeselskaberne kan præstere bedre end deres peers på det operationelle plan. Dette har været drevet af balanceoptimeringer frem for EBITDA forbedringer. Især omkostninger har det ikke været muligt for kapitalfondene at nedsætte ift. omsætningen. Derimod har de været bedre til at øge omsætningshastigheden af den investerede kapital. Dog er det vigtigt at huske omsætningsproblematikken, da antallet af selskaber formindskes, hvilket gør de samlede konklusioner mere usikre.

Porteføljeselskaberne har generelt ikke fyret medarbejdere i finanskrisen og det ligner at de har fokus investering i fremtiden. Derfor tyder det på at de har fokus på fremtidige værdiskabelser end kortsigtede værdiskabelser. Det kan derimod ikke ses, at der på det danske marked er en øget produktivitet, hvilket måske hænger sammen med forholdet, at der investeres i anlægsaktiver og medarbejdere, hvorfor værdiskabelsen ligger i fremtiden frem for det periodeafgrænsede resultat EBITDA/IK alt andet lige giver.

Resultaterne er generelt robuste og bliver primært drevet af top25 selskaber, samt i mindre grad midt50. Derimod er bund25 mere varierende med hældning mod underperformance ift. peers.

9. Har kapitalfonde finansielle fordele?

Den anden del af værdiskabelse er kapitalfondenes finansielle egenskaber, hvor kapitalfondene mener de kan finansiere porteføljeselskabet bedre, og dermed forbedre ROE.

$$ROE = ROIC + (ROIC - NFO) \frac{NRBG}{EK}$$

Den første del af undersøgelsen fokuserede på driften (ROIC, i denne undersøgelse defineret som EBITDA/Investeret kapital). Denne fandt ud af, at porteføljeselskaberne generelt lykkedes med at forbedre deres driftsmæssige afkast over tid. Derfor undersøges det nu om kapitalfonde generelt kan finansiere virksomheden billigere.

I denne del af undersøgelsen ses der ikke længere på, hvordan et specifikt nøgletal har udviklet sig over tid, men i stedet på niveauet. Dette skyldes at det ønskes undersøgt om kapitalfondene f.eks. har en højere gearing. Derfor er det ikke interessant, hvordan gearingen har udviklet sig over tid, men om niveauet er forskelligt for peers.

I første omgang undersøges om porteføljeselskaberne har en lavere effektiv lånerente, deres gearingsniveau og sammenhængen herimellem. Dernæst undersøges porteføljeselskabernes konkursomkostninger ved brug af Altman's z-score, for at se om en eventuel forskel i renteniveau, kan forklares af lavere konkursomkostninger. Sluttelig vil kapitalfondenes skattemæssige forhold blive diskuteret.

Lavere effektiv lånerente?

Da der ikke foreligger markedsdato på lånene i selskaberne, estimeres den effektive rente som finansielle omkostninger/rentebærende gæld. Årsagen til at der ikke bruges nettorentebærende gæld er, at dette giver nogle udfordringer omkring 100% egenkapitals finansierede virksomheder, som dermed kan risikere negativ gearing, hvis de eksempelvis har mange værdipapirer.

Et bias i denne undersøgelse er, at flere virksomheder ikke udspecificerer hvad finansielle omkostninger indebærer. Dette kan være problematisk, da de finansielle omkostninger kan indebære andet end rentebetalinger.

Umiddelbart er det ikke til at sige om kapitalfondene har en lavere effektivlåne rente end deres peers. Godt nok har porteføljeselskabernes rente en lavere middelværdi end peers, men i 2008 og 2010 har peers haft

den laveste rente. Dog er forskellen små i alle år, bortset fra i 2009, hvor porteføljeselskaberne havde den laveste rente. Dette er også det eneste resultat, der er signifikant.

Det samlede resultat bliver påvirket af fjernelsen af porteføljeselskaber uden peers. Såfremt disse blev medtaget i undersøgelsen ville porteføljeselskaberne have haft den laveste rente i 2009, 2010 og 2011, mens der i 2007 ville være næsten ens rente til porteføljeselskaberne og peers.

Alt i alt er resultatet uklart men noget kunne tyde på at kapitalfonde har en lavere effektiv lånerente.

Resultatet er interessant, da porteføljeselskaberne har en højere gearing, hvorfor man vil formode at deres gennemsnitlige lånerente vil være højere, også selvom porteføljeselskaberne ikke skulle betale lige så meget i rente for de yderste lag af gælden som deres peers. Derfor vil vi nu se på, hvorvidt porteføljeselskaberne har en højere gearing end peers.

Gennemsnitlig effektiv lånerente						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Portefølje alle	6,75%	6,87%	7,07%	8,23%	6,72%	7,13%
Portefølje (peer)	6,65%	7,23%	7,37%	8,55%	6,96%	7,35%
Peer	6,98%	7,18%	8,25%	8,18%	6,71%	7,46%
Forskel mellem Portefølje og Peer	-0,33%	0,05%	-0,88%	0,37%	0,25%	-0,11%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%					

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Har porteføljeselskaberne højere gearing?

Som sagt skal man være opmærksom på, at jo højere gearing desto højere må den rente finansieringsinstitutterne kræver ligeledes være. En af årsagerne er, at den øgede gearing gør virksomheden mere risikofyldt og kan dermed ændre deres kreditrating, ligesom det er mere usikkert hvorvidt den yderste gæld kan genvindes i tilfælde af konkurs.

I denne undersøgelse fraviges den normale definition af gearing, $\frac{\text{Netto rentebærende gæld}}{\text{Egenkapital}}$, for i stedet at bruge $\frac{\text{Rentebærende gæld}}{\text{Egenkapital}}$ da denne undersøgelse alene er interesseret i finansieringsdelen af kapitalstrukturen, og ikke hvordan porteføljeselskaberne vælger at placere de investerede midler.

Resultaterne viser et gearingsniveau på 2,2 for porteføljeselskaberne og 1,7 for peers. Altså har porteføljeselskaberne en højere gearing end deres peers, hvilket passer med den generelle tese om at kapitalfondene har mere gearede selskaber. Tesen bekræfter yderligere er, at ingen af porteføljeselskaberne er 100% egenkapitals finansieret, ligesom 4 af 5 observationer er signifikante. Derudover skal det bemærkes, at peergruppen kun indeholder selskaber der har rentebærende gæld, hvorfor 5 selskaber er blevet frasorteret. Derfor er peergruppens reelle gearingsniveau lavere.

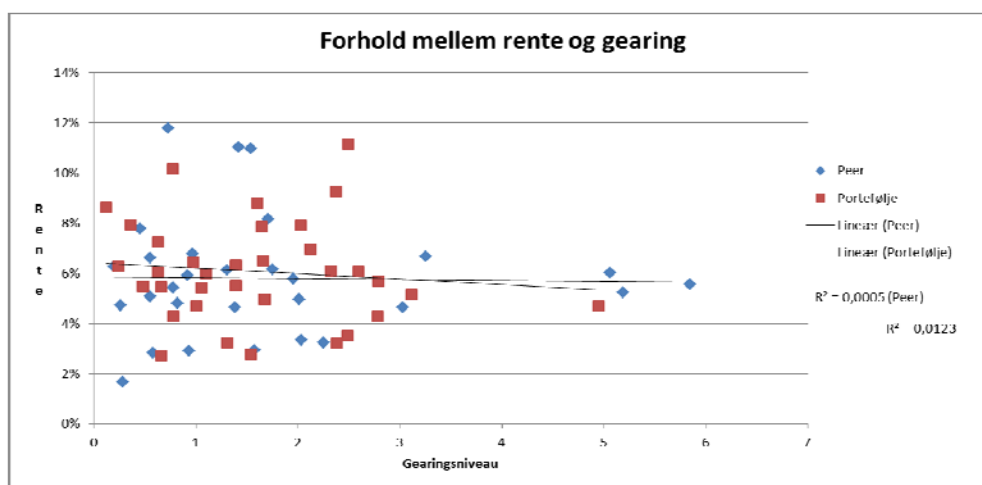
	Gennemsnitlig gearing (Rentebærende gæld / Egenkapitalen)						Middel
	2011	2010	2009	2008	2007		
Portefølje alle	2,19	2,12	2,24	2,33	2,43		2,26
Portefølje (peer)	2,23	2,22	2,34	2,01	2,20		2,20
Peer	1,71	1,77	1,80	1,73	1,53		1,71
Forskel mellem Portefølje og Peer	0,51	0,44	0,54	0,27	0,66		0,49
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%	Signifikant 5%	Signifikant 5%		Signifikant 5%		

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Gearing og rente:

Den højere gearing og tendensen til lavere rente tyder på, at kapitalfondene kan låne billigere. Hvis porteføljeselskaberne marginalt låner billigere pr. højere gearing har kapitalfondene en finansieringsmæssig fordel. Derfor undersøges forholdet mellem gearingen og renten ved at lave en regressionsanalyse. Er skæringen og hældningen mindre hos porteføljeselskaberne end peers, betyder det alt andet lige at porteføljeselskaberne betaler marginalt mindre i rente ved en højere gearing. Dette er interessant ift. LBO, da denne fordel dermed jf. ligningen for ROE gør, at kapitalfondene har mulighed for at skabe en højere værdi ved gældsfinansiering af virksomheden.

Undersøgelsen viser dog ingenting, da forklaringsgraden R^2 er tæt på nul for begge grupper, selv efter rensning af outliers. Derfor har det med dette datasæt ikke været muligt at konkludere om kapitalfondene generelt har mulighed for at låne billigere og dermed udnytte deres finansielle muligheder. Det ses i Figur 14 at der ved forholdsvis lave gearingsniveauer betales høje effektive renter. Årsagen til dette kan være indregningen af andre omkostninger end rentebetalinger under finansielle omkostninger, hvilket alt andet lige vil have større betydning ved et lavt gearingsniveau. Samtidig er der brugt kostpriser af gælden frem for markedsværdier, hvilket ligeledes kan forstyrre sammenhængen mellem den effektive rente og gearingen.



Figur 14 - Regressionsanalyse af effektiv rente og gearing

Konkursomkostninger:

Udover den effektive rente og gearingsniveauet undersøges ligeledes om kapitalfondene generelt har lavere konkursomkostninger. I kreditvurderingsteorien findes forskellige metoder, og der er valgt Altmans z-score, som baserer sig på regnskabsmæssige værdier. Altmans z-score stammer fra en række undersøgelser af gamle selskaber, hvor regnskabsmæssige nøgletal er blevet analyseret ift. hvor sandsynligt selskabet var for at gå konkurs. (Altman 2000)

Den internationale reference er en undersøgelse fra 2011 (Tykvová og Borell 2011), som på baggrund af blandt andet Altmans Z-score har testet på om kapitalfondene generelt har højere konkursomkostninger og hvorvidt de er bedre eller dårligere til at lede selskaber i konkursproblemer.

Undersøgelsen er foretaget på baggrund af 1842 buyouts i 15 EU lande for perioden 2000 til 2008. Benchmark selskaberne er udvalgt ud fra en model som hedder 1-digit NACE Rev.2 og 945 model, som bruges til at vurdere sandsynligheden for at et selskab kunne blive købt af en kapitalfond, og dermed formodes at være et godt benchmark (Tykvová og Borell 2011).

Resultatet af den europæiske undersøgelse viser, at kapitalfondene typisk køber selskaber som inden buyout har lavere konkursomkostninger end andre selskaber. Efter opkøbet forøges konkursomkostningerne, således de rammer et niveau lignende deres peers. Ifølge undersøgelsen er der ingen indikationer for at kapitalfondene leder deres virksomheder i konkurs, tværtimod ser det ud til at kapitalfonde generelt leder virksomheder der er i finansielle problemer bedre end andre aktører.

Resultaterne ligner ligeledes dem, som Kaplan og Strömberg finder. 7% af LBO'erne siden 1970 er gået konkurs og antages en gennemsnitlig levetid for selskaber på 6 år, giver det en konkurs rate på 1,2% om året, hvilket er mindre en Moody's, som er 1,6% (Kaplan og Strömberg 2009). Problemet med dette tal er at det er før finanskrisen og at omkring 50% af alle køb endnu ikke var solgt på tidspunktet for analysen. Historisk ser det dog ud til, at kapitalfonde ikke øger konkursrisikoen.

Altman lavede z-scoren første gang i 1968, men har siden videreudviklet den, så den også passer på private virksomheder. Dette er særlig relevant for praktikere, da det ikke var muligt at finde en markedsværdi for egenkapitalen uden at lave en værdiansættelse af virksomheden.

Testen er altså blevet korrigeret således, at markedsværdien af egenkapitalen er blevet udskiftet med den bogførte værdi. Dette har påvirket faktorerne for de 5 parametre, så formelen lyder (Altman 2000):

$$Z = 0,717 \frac{\text{Current assets}}{\text{Aktiver}} + 0,847 \frac{\text{Overført resultat}}{\text{Aktiver}} + 3,107 \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiver}} + 0,420 \frac{\text{Egenkapital (book value)}}{\text{Aktiver}} + 0,998 \frac{\text{Omsætning}}{\text{Aktiver}}$$

Denne reviderede z-score har næsten samme succesrate som den originale. Z-scoren bliver testet for to fejl. Type 1, der indikerer hvor mange selskaber der bliver erklæret sikre, men alligevel går konkurs og type 2, der viser hvor mange selskaber der bliver erklæret "distressed" men overlever.

Den reviderede model har en type 1 fejl på 9,1 % (mod den originale models 6 %). Denne fejl betyder at man i 9,1% af tilfældene ikke fanger et konkursramt selskab. Type 2 fejlen er på 3 % (ligesom den originale), hvilket betyder at der er 3% sandsynlighed for at definere et selskab i distressed zonen, men at det ikke går konkurs. Årsagen til den større usikkerhed ved denne test er formentlig det større overlap-område, mellem 2,9 og 1,23. Dette er større end i den originale test. (Altman 2000)

Resultater viser, at porteføljeselskaberne har en lavere z-score end peers, både hvis man kigger på middelværdi og median, hvilket betyder at porteføljeselskaberne generelt har højere konkursomkostninger. Alle resultaterne ligger dog indenfor z-scorens gråzone, hvor selskaberne hverken kan erklæres sikre eller distressed. Det skal bemærkes, at 26 selskaber er blevet frasorteret grundet manglende data, f.eks omsætning. Frasorteringen er sket ligeligt mellem porteføljeselskaber og peers (13 hver), hvorfor det ikke menes at være et stort bias.

Gruppe	Altman Z- score værdier					Middel
	2011	2010	2009	2008	2007	
Middelværdi						
Alle porteføljeselskabet - middel	1,80	1,77	1,52	1,66	1,71	1,69
Porteføljeselskaber med peers - middel	1,81	1,82	1,57	1,69	1,82	1,72
Peers - middel	1,91	1,81	1,81	2,15	2,07	1,92
Median						
Alle porteføljeselskabet - median	1,67	1,45	1,48	1,31	1,59	1,48
Porteføljeselskaber med peers - median	1,50	1,35	1,47	1,30	1,64	1,40
Peers - median	1,73	1,80	1,91	2,26	2,12	1,92

En anden måde at vurdere, hvorvidt porteføljeselskaber har højere konkursomkostninger, er ved at se på selskabernes fordeling i henholdsvis sikker zone (over 2,9), distressed zone (under 1,23) eller i gråzonen ($1,23 < Z < 2,9$).

Andelen af selskaber fordelt i Z-score zonerne pr. undersøgelses gruppe						
Z-score zone	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Alle porteføljeselskaber						
Distressed zone < 1,23	32%	45%	40%	45%	36%	40%
Gråzone (mellem 1,23 & 2,9)	58%	48%	50%	42%	55%	51%
Sikkerzone > 2,9	10%	6%	10%	13%	9%	10%
Porteføljeselskaber med peers						
Distressed zone < 1,23	35%	46%	40%	46%	33%	40%
Gråzone (mellem 1,23 & 2,9)	54%	46%	48%	38%	56%	48%
Sikkerzone > 2,9	12%	8%	12%	15%	11%	12%
Peers						
Distressed zone < 1,23	26%	19%	19%	15%	10%	18%
Gråzone (mellem 1,23 & 2,9)	63%	70%	78%	67%	70%	70%
Sikkerzone > 2,9	11%	11%	4%	19%	20%	13%

Denne fordeling viser, at porteføljeselskaberne procentvis har markant flere selskaber i risikozonen end peers, mens grupperne har omtrent lige mange i den sikre zone. Altså viser testen, at porteføljeselskaberne har større sandsynlighed for at gå konkurs end peers, og derfor teoretisk har højere konkursomkostninger. Normalt ville det medføre en højere rente, men i undersøgelsesgruppen har det empirisk ikke været tilfældet, da renteniveauet var forholdsvis ens, dog med en lille fordel til porteføljeselskaberne, på trods af den signifikant højere gearing.

Konklusionen må dermed være, at bankerne er enige med de internationale undersøgelser, der viser at kapitalfondene er bedre til at drive selskaber med høje konkursomkostninger jf. afsnit 5.2 kan dette skyldes argumenterne om deres incitament, for ikke at lade selskabet gå konkurs grundet kapitalfondens forhold til bankerne, samt at porteføljeselskaberne ofte kan modtage yderligere kapital fra deres investorer, såfremt det bliver nødvendigt.

Skattemæssige forhold

Det sidste forhold der bliver gennemgået er en diskussion af kapitalfondenes skattemæssige forhold. Dette er et punkt, hvor LBO'en bliver kritiseret, for dens udnyttelse af skattesystemet. Udnyttelsen deles op i to dele, den ene fokuserer på udnyttelsen af renteskatteskjoldet, imens den anden drejer sig om beskattningen af kapitalfondsejernes afkast.

Rentskatteskjoldet opstår som tidligere nævnt ved, at selskaberne kan udnytte at noget af driften finansieres via gæld frem for egenkapital, hvorfor der gives et skattemæssigfradrag. Dermed skal virksomheden samlet betale mindre skat, end hvis den var 100% egenkapitalfinansieret. Skattefradraget fungerer i praksis på samme måde for en kapitalfond som for alle andre virksomheder. I Danmark og flere andre lande har man dog ønsket at begrænse denne skattemæssige fordel, da det ikke menes at staten skal være med til at give incitament til højtgearedede virksomheder. Derfor er der indført nogle såkaldte

værnsregler. Disse er i Danmark kendt som tyndkapitalisering, EBIT-reglen og renteskatteløftet. Reglerne vil kun overordnet blive gennemgået, da der er flere forhold der spiller ind omkring, hvornår de klassificeres som kontrolleret gæld og hvordan man rangordner gælden og renterne. Reglerne beskrives i selskabsloven § 11, 11B og 11C, og hovedreglen er, at man ikke kan fradrage renter eller kurstab på den andel af gælden som overstiger forholdet 4:1 ift. egenkapitalen. Dog gælder denne regel alene hvis den kontrollerede gæld overstiger 10 mio. Samtidig modtages der ikke rentefradrag for de nettofinansielle omkostninger som overstiger 80% af EBIT med en minimumsgrænse på 21,3 mio. (2011 niveau). Årsagen til indførelsen af disse regler er som sagt for ikke at give incitament til højtgearedede virksomheder, men samtidig også et ønske om at begrænse virksomheders udnyttelse af skattefordelene i et land frem for et andet. Fordelen opstår hvis en koncern har optaget gælden i et land med lav eller ingen selskabsskat og herefter låner pengene videre til porteføljeselskabet beliggende i et land med høj selskabsskat. På den måde kan koncernen få rentefradraget i det højtbeskattede land, mens renteindtægten beskattes i landet med den lave skat, og dermed skabes der et højere afkast efter skat til investorerne blot vha. af udnyttelse af systemerne.

Kritikken af kapitalfondene er altså mere et spørgsmål om transfer pricing mere end en diskussion af kapitalfonde, da transfer pricing burde sørge for at lån og andre omkostninger mellem koncernforbundne selskaber over grænser fastsættes til markedsvilkår. Derfor er denne fordel ikke specifik for kapitalfonde, men kunne være interessant for alle selskaber placeret i Danmark med at holdingselskab i udlandet. Sammenholdes dette med at den danske selskabsskat løbende er blevet reduceret fra 34% i 1998 til den i dag gældende 25 %, er gearing dermed blevet mindre interessant.

En anden diskussion er, hvordan kapitalfondspartnerne skal beskattes. Kapitalfonden får som tidligere nævnt typisk et løbende administrationsgebyr (fee), hvilket beregnes som en fast procentdel af den tilsagte kapital, samt en såkaldt "Carried Interest" der typisk svarer til 20% af afkastet efter investorerne har fået det, der er dem berettiget. Diskussionen går derfor på to ting. Den første skyldes at afkastbeskatningen i nogle lande forfordeler private frem for virksomheder. Den anden skyldes diskussion om hvorvidt "Carried interest" skal beskattes som kapitalgevinst eller personlig indkomst.

Det vil være interessant, hvis der er en skattemæssig fordel for kapitalfondspartnerne blot på grund af deres struktur. Dette vil dermed ikke være værdiskabende samlet set, men blot en omfordeling mellem de tidligere aktionærer og samfundet til kapitalfondsejerne (Shleifer og C. 1988). Derfor bør disse skattemæssige og forvridende elementer på markedet reguleres væk. Dette vil også gøre kapitalfondspartnerne mere sammenlignelige med andre virksomhedsejere, og tilsikre at de i endnu højere grad tænker på operationelle forbedringer frem for omfordeling af midler.

Ved det første tilfælde omkring forfordelingen mellem private og virksomheder, kan man i USA skabe et højere afkast efter skat ved at oprette sig som Limited partnership (kommanditskaber) end hvis selskabet var registreret som et aktieselskab. Dette skyldes at Limited partnerships ligner danske kommanditselskaber, hvor selskabet dermed er skattetransparent. Da beskatningen foretages hos investorerne i stedet for hos selskabet, og da kapitalgevinster beskattes mildere hos private end for virksomheder i USA, skabes der alene pga. selskabsstrukturen et højere efter skat afkast (Barber og Goold 2009). Denne uligevægt har man ikke på samme måde i Europa og slet ikke i Danmark.

Derimod har der været en diskussion om hvorvidt der skal betales kapitalgevinst eller personskat af carried interest, hvilket afhænger af om der er tale om næring eller ej. Næring opstår når personens primære indtjening består i f.eks. at købe og sælge aktier. Kapitalfondspartnerne argumenterer for, at de køber aktierne for aktivt at forbedre virksomheden, og dermed er på lige fod med andre virksomhedsejere som ejer andele i deres selskab. Disse vil ikke skulle personbeskattes af kapitalgevinsten, hvis de på et tidspunkt valgte at sælge deres selskab.

Problemet opstår ved, at de modtager en større andel end deres investering berettiger. Dette er som tidligere nævnt 20% af det resterende afkast, hvorfor det nærmere ligner et slags forretningsmæssig salg af at drive selskabet. Ved en anden struktur ville dette blive betragtet som skattepligtig indkomst.

Før 2010 har kapitalfondspartnerne betalt kapitalgevinstskat af deres carried interest, men som følge af ovenstående argumentation, er skatteloven blevet ændret.

I § 17A i Aktieavancebeskatningsloven står der, at personer som har fortrinsstilling i en kapital- eller venturefond (kapitalfondspartneren) skal medregne gevinster og tab, modtaget i forbindelse med aktier i selskaber købt i forbindelse med denne stilling, som personlig indkomst. Dog skal de alene medregne den andel, som ligger udover deres eget berettigede afkast. Det berettigede afkast beregnes som det andre deltagere uden fortrinsstilling modtager, altså de resterende kapitalfondsinvestorer.

Dermed har kapitalfonde ikke længere en skattemæssig fordel i Danmark, da skattelovgivningen med indførslen af § 17 A, har udlignet de skattemæssige fordele. Ligeledes udhules rentefradraget af en løbende reduktion af selskabsskatten og tynd kapitalisering samt EBIT-reglen mindsker den skattemæssige fordel ved høj gearing.

Opsamling funding:

Samlet set ligner det, at kapitalfondene har en fordel på de finansielle markeder. Selvom det ikke er tydeligt, ligner det at de har lavere eller som minimum samme gennemsnitlige lånerente som deres peers,

samtidig med at porteføljeselskaberne har en højere gennemsnitlig gearing. Holdes det sammen med at de statistisk har nogle højere konkursomkostninger ligner det klart, at de har nogle komparative fordele for finansiering. Skattemæssigt har reducere af selskabsskatten og strammere værneregler formindsket de skattemæssige fordele.

10. Benyttes Governance mekanismerne

I del 1 blev kapitalfondenes forbedrede governance præsenteret som en værdiskabende og særlig god effekt. Det er særligt på governance området, at kapitalfondene forsøger at differentiere sig fra andre selskaber. Der blev fokuseret på tre hovedområder indenfor governance, som alle havde det formål at minimere agentomkostningerne. Det første område var gældsgovernance, det andet var aktivt ejerskab og det sidste område var incitamentsprogrammer. Da governance ikke knytter sig direkte til regnskabsdata, undersøges og diskuteres det på en lidt anden måde end i de ovenstående afsnit.

I den første undersøgelse testes der på, om kapitalfondene gældsstyrer deres ledelse ved at en høj andel af de driftsmæssige pengestrømme går til betaling af gældsudgifter frem for investering i anlægsaktiver.

Pengestrømme fra driften defineres som EBITDA – SKAT +/- Ændringen i NWC (her tilgodehavende salg, varebeholdning og driftsgælden, defineret som alle ikke-rentebærende poster på passivsiden). Årsagen til at driftsgælden benyttes frem for kun kreditorer, skyldes at alle de ikke-rentebærende poster formodes at opstå som led i driften. Eksempelvis er anden gæld typisk kortvarige periodeafgrænsningsposter som løn, feriepenge, pension og andre poster, som i resultatopgørelsen er omkostningsført, men endnu ikke udbetalt. Samtidig medtages der heller ikke ændringer i tilgodehavende skat, da hvis ændringen heri har likviditetspåvirkning, vil det betyde at der betales mindre skat. Kommer ændringen derimod alene ved fald i den tilgodehavende skat, er det fordi man ikke mener skatteaktivet har den korrekte værdi, hvorfor selskabet vælger at nedskrive det.

Dette giver dermed pengestrømmen, der i perioden er blevet generet fra driften, og som enten kan bruges til at investere i nye anlægsaktiver, betale finansielle omkostninger, nedbringe gælden, investere pengene i værdipapirer eller udbetale dem til ejerne.

Derfor vil der nu testes om porteføljeselskaberne generelt har en højere rentebetaling og nedbringelse af gæld ift. driftspengestrømmen end deres peers. Det bemærkes at pengestrømmene er udarbejdet via metoder kendt fra regnskabsanalyser. Derfor vil nøgletallene ikke være 100 % korrekte og undersøgelsen skal alene ses som en indikation af om kapitalfondene benytter sig af gælds governance.

Problemet ved denne undersøgelse er, hvis selskaberne har negative pengestrømme fra driften. Derfor indregnes selskaberne kun i de år, hvor de har positive driftsmæssige pengestrømme. Dette giver et bias, da det udelukker enkelte selskaber af undersøgelsen, men omvendt ville det påvirke de samlede resultater for meget hvis selskaberne var medtaget i disse år. Dermed skal resultaterne tages med forbehold.

Finansielle omkostninger + ændring i rentebærende gæld set ift. pengestrømme fra driften						Middel
	2011	2010	2009	2008	2007	
Alle porteføljeselskaber	69%	46%	50%	37%	49%	50%
Porteføljeselskaber med peers	70%	50%	57%	31%	49%	51%
Peers	49%	37%	29%	53%	28%	39%
Forskel mellem Porteføje og Peer	21%	14%	28%	-22%	20%	12%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%		Signifikant 5%		Signifikant 5%	

*Bemærk at signifikans måles alene ved 5%, 10% og 15% - ellers vil feltet være blankt

Resultatet viser, at porteføljeselskaberne generelt bruger en større del af deres driftsmæssige pengestrømme til ydelser på gæld end deres peers. Tallene er 5% signifikante i tre ud af fem år, hvorfor de betragtes som robuste. Dermed er der noget der tyder på at kapitalfondene benytter denne gældsgovernance mekanisme mere end deres peers.

Men det er måske interessant, at nogle mener at gælds governance mekanisme er langt mindre relevant for kapitalfonde end for børsnoterede selskaber. Internationale undersøgelser viser også, at selskaber hvor kapitalfonden har sat specialister ind i virksomheden, har et lavere gældsniveau end lignende selskaber som ikke har sat specialister ind (Cumming, Siegel og Wright 2007). Dette begrundes med, at kapitalfonde aktivt holder øje med selskabets ledelse, og at de har et ligeså stort fokus på udbetaling til investorerne som betaling af gælden, hvorfor imperiebygning er mindre forekommende i kapitalfondsejede selskaber (Groh og Gottschalg 2006). Hvis dette antages også at være tilfældet i Danmark viser det, at danske selskaber i mindre grad bruger gældsgovernance mekanismer.

En anden årsag til de mindre agentomkostninger, kan skyldes at kapitalfondene i stedet overvåger ledelsen. Dette kan de blandt andet gøre ved at sætte sig selv i bestyrelsen, hvilket bekendt kaldes for aktivt ejerskab. For at det aktive ejerskab skal kunne betale sig, kræver det at man har bestemmende indflydelse. Derfor er hjemmesiderne for de største danske kapitalfondene blevet gennemgået og de skriver alle at de indgår i bestyrelsen for deres porteføljeselskaber.

Via DVCA's buyout liste februar 2012 kan det ses, at ud af de 418 registrerede handler står 51% registreret som majoritets handler. Dette tal bliver højere, hvis man fjerner 17% af handlerne, hvor der ikke er oplyst

om ejerforhold, hvorefter kapitalfondene i 63% af handlerne har været hovedaktionær²⁶. Dette tyder på at kapitalfondene har den bestemmende indflydelse der skal til.

En anden mulig metode er at ensrette interesserne mellem ledelsen og ejerne. Dette kan kapitalfondene gøre ved at kræve at ledelsen medinvesterer i selskabet, som gennemgået i DEL 1.

Det er dog utrolig svært at undersøge dette, da selskaberne generelt er private og dermed ikke har samme krav til oplysning omkring incitamentsprogrammer som børsnoterede selskaber. Man skal dog jf. Årsregnskabsloven § 98b. angive det samlede vederlag for ledelsen, samt oplyse om evt. bonusprogrammer *”Er der fastsat særlige incitamentsprogrammer for medlemmer af ledelsen, skal det oplyses, hvilken kategori af ledelsesmedlemmer programmet gælder for, hvilke ydelser programmet omfatter, og hvad der er nødvendigt for at kunne vurdere værdien heraf”*.

Problemet med denne oplysningsforpligtelse er, at de alene oplyser hvorvidt der er et bonusprogram eller ej, og at reglen alene gælder klasse C virksomheder. Derfor fravælges at kommentere på, hvorvidt de danske selskaber bruger incitamentsprogrammer eller ej. Dog har mange oplyst om at de har et bonusprogram af den ene eller andet art.

Fremtidige undersøgelser:

Om kapitalfondene generelt får ledelsen ind i ejerkredsen kan være svært at undersøge, da den danske selskabslov § 55 om betydningsfulde kapitalposter, kun kræver offentliggørelse af kapitalejere med mere end 5% ejerskab. Dette kunne være en fremtidig undersøgelse, som dog kræver spørgeskemaundersøgelse blandt såvel kapitalfondene som deres porteføljeselskaber.

I forbindelse med at verden bliver mere digitaliseret og man i langt højere grad kan tracke personer, så vil man om nogle år kunne lave detaljerede analyser af bestyrelsen og ledelsen i de danske selskaber. Der er kigget på mulighederne i dag, ved at benytte diverse databaser, for at se om der kunne laves en generel undersøgelse af, hvilke personer som sidder i bestyrelsen af kapitalfondsejedes selskaber. Desværre var oplysningerne endnu ikke tilgængelige for alle personer, men flere har allerede fået noteret uddannelse, stilling, branche osv. Dermed kan man på et tidspunkt lave en analyse af hvilke karakteristika de succesfulde bestyrelser har.

²⁶ Bemærk at alle porteføljeselskaber i vores undersøgelse er majoritetshandler. Samtidig kan flere af handlerne i DVCA's buyout liste være af sekundære kapitalfonde, som typisk har en længere tidshorisont, og ikke arbejder helt på samme måde som de største danske og internationale kapitalfonde. Derfor må det forventes at renses for disse, vil majoritetshandler stige voldsomt.

Som sagt har dette ikke været muligt, hvorfor konklusionerne på hvorvidt danske kapitalfonde gør brug af governance ikke endeligt kan bestemmes. Dog ser det ud til at de forsøger at bruge gældsgovernance i forbindelse med styring af ledelsen, selvom den højere gearing måske i højere grad skyldes fordelagtigheden ved finansieringen af opkøbet, end formålet skulle være end governance mekanisme. Generelt ser det dog ud til, at de er aktive ejere og kapitalfondspartnerne har indsat sig selv i bestyrelserne i deres porteføljeselskaber.

11. Udnytter kapitalfondene markedsmæssige fordele?

Dette fører over til den sidste del af værdiskabelsen, som er kapitalfondenes udnyttelse markedsvilkårene.

Da denne undersøgelse heller ikke direkte kan udledes af regnskabsmæssige data, fremføres der i stedet argumenter for og imod kapitalfondenes markedsmæssige fordele.

Kapitalfonde køber når det er relativt billigere at finansiere ift. indtjeningen

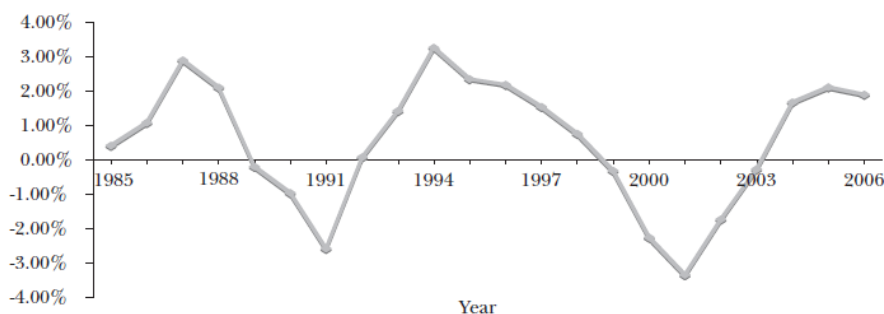
Det første argument er, at hvis kapitalfondene mener de er operationelt meget bedre end andre selskaber, bør man ikke kunne se en stor forskel i opkøbsperioderne.

En måde at undersøge dette på, er at kigge på forholdet mellem opkøbsbølgerne og hvornår gæld er relativt billigere end egenkapital. Det relative forhold mellem gælden og egenkapitalen måles som driftsafkastet ift. renterne, hvilket dermed giver det tidligere omtalte rentespread. Hvis dette spread er positivt, er det altså relativt billigere at låne, hvorfor det er interessant for kapitalfondene at købe op. Figur 15 viser netop dette forhold, hvor driftsafkastet er målt som EBITDA (proxy for operationelt cashflow) over Enterprise Value (proxy for investeret kapital) set i fht. højt forrentede obligationer (den typiske finansieringskilde i USA).

Det tyder på at opkøbsbølgerne følger netop denne udvikling, hvilket dermed indikere at kapitalfondenes opkøb er meget påvirket af de finansielle muligheder. Det har desværre ikke været muligt at finde data efter 2007, men det forventes at lignende tendens er set i forbindelse med faldet i 2007²⁷.

²⁷ Indtjeningen under finanskrisen faldt, men det samme gjorde renterne. Hvorfor det er svært at konkludere fuldt ud på hvordan forholdet ser ud. Problemet under finanskrisen var dog ikke renteniveauet men det at banker holdt igen med finansieringen. Derfor selvom der havde været et positivt spread, er det langt fra sikkert, at det var muligt for fondene at finansiere opkøbene.

Standard & Poor's EBITDA/Enterprise Value Less High-Yield Rates, 1985–2006
("EBITDA," a measure of cash flow, stands for earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)



Note: Median EBITDA/Enterprise Value for S&P 500 companies less Merrill Lynch High-Yield Master (Cash Pay Only) Yield. Enterprise Value is the sum of market value of equity, book value of long- and short-term debt less cash and marketable securities.

Figur 15 - Forholdet mellem indtjening og renten - Kilde: (Kaplan og Strömberg 2009)

Kapitalfonde udnytter asymmetrisk information.

Derudover bliver kapitalfondsopkøb, hvor ledelsen følger med, ofte kritiseret for at udnytte asymmetrisk information. Kritikken går på, at ledelsen i selskabet ønsker at blive overtaget af en kapitalfond, da de i dette tilfælde vil blive bedre belønnet for deres indsats, og dermed venter med at igangsætte lønsomme projekter, da det alt andet lige ellers ville give en højere købspris for kapitalfonden. Ledelsen vil i forbindelse med en eventuel overtagelse blive belønnet af forskellen med købs og salgsprisen i kapitalfondsperioden, hvorfor der opstår en konflikt omkring maksimering af egen eller de nuværende aktionærers værdi – tidligere benævnt som "Management conflict of interest".

Denne problemstilling er svær at kvantificere, men kritikere mod kapitalfonde og MBO bruger de generelle præmier som det lykkedes at købe til som argument for asymmetrisk information. MBO/LBO køber i gennemsnit med en præmie på 17,25%, hvorimod præmien er 23% for virksomhed til virksomhed. Derfor tyder det på MBO'er generelt kan købe selskaberne billigere. (Haarmeyer, 2008)

Kapitalfondene mener selv de lavere præmier skyldes, at de er bedre forhandlere grundet deres netværk og erfaring grundet deres frekvens af handler, samt deres strategiske due dilligence er med til at sætte prisen ned, og dermed sikre at de ikke betaler for meget. Samtidig har kapitalfondspartnerne betydelige andele af egen værdi i handlen, hvorfor de formentlig er mere forsigtige med ikke at betale for meget, hvorimod dette kan have mindre betydning, når man handler virksomhed til virksomhed (other peoples money). Om det ene argument er bedre end det andet er svært at sige. Steve Kaplan fremfører yderligere fire argumenter for, hvorfor han ikke mener problemet er så stort:

Den første årsag er, at langt de fleste handler hvor ledelsen fortsætter og vil modtage incitamenter heri, vil blive forhandlet af eksterne komiteer, som vil blive belønnet for at få den højest mulige værdi af salget til kapitalfondene. Den anden årsag er, at selskaber som kunne være interessante for en kapitalfond at opkøbe, kan i forvejen være delvist ejet af en Hedgefonde og/eller institutionelle investorer, som i de seneste år er blevet mere aktive og dermed giver kapitalfonden mere kamp om prisen, hvilket i sidste ende øger den betalte præmie. Den tredje årsag er, at kapitalfondens succes ligeledes har gjort at der er større konkurrence omkring køb af de gode selskaber, som yderligere har sat prisen op. Det fjerde argument er, at sammenlignes porteføljeselskaberne performance med de oprindelige budgetter for handlen, har langt de fleste underperformet, hvorfor det ikke ligner at ledelsen har kunnet udnytte deres viden. Især handlerne i 1987-88 blev på daværende tidspunkt voldsomt kritiseret for asymmetrisk information, men historien viste efterfølgende at de faktisk blev købt for dyrt, hvorfor værdien af selskabet i langt højere grad gik for køber til sælger end den anden vej. (Chew & Kaplan, 2007)

Det sidste argument er at undersøgelser viser at selskaber som har modtaget bud fra kapitalfonde men efterfølgende har afvist købstilbuddet eller blevet købt af et andet selskab, ikke har vist en ekstraordinær udvikling som ville være tilfældet, hvis ledelsen besad information som de ikke havde delt med resten af selskabet. (Haarmeyer 2008)

Samlet set må man argumentere for at det er yderst tvivlsomt om problematikken omkring asymmetrisk information har en stor betydning for handlen.

Market mispricing og udnyttelse af track record:

Selvom at kapitalfonde er overgået fra finansiel til operationel forbedring, fokuserer de dog stadig på at udnytte market mispricing. Et godt eksempel er i forbindelse med at IT-boblen sprang i 2001, hvor det var muligt for kapitalfonden at købe selskaber forholdsvis billigt, grundet det faldende aktiemarked. Dermed skabte kapitalfondene et godt overskud på porteføljeselskaber købt i den periode, da aktiemarkedet blev normaliseret igen nogle år senere. (Chew og Kaplan 2007)

Derudover skal kapitalfonde ligeledes passe på om har fuldstændig fokus på det endelig afkast. Da kapitalfonde får væsentlige midler i den løbende fee, kan de i nogle tilfælde være tilbøjelig til at sælge selskabet lidt billigere, end hvis de udelukkende var performance aflønnet. Dermed kommer samme problematik som ved "tilfredsstillende underperformance" op på fondsniveau. Dette virker måske mærkeligt taget i betragtning af, at kapitalfondspartnerne først får deres penge, når investorerne har modtaget hvad der er dem berettiget. Årsagen til at bl.a. Kaplan argumenterer for denne problemstilling er, at tilsagnene præges meget af tidligere tiders performance ud fra argumentationen, at hvis en kapitalfond har formidlet 100 mio., kan de også formidle 1 mia. Dette gør at den næste fond, og dermed den løbende

fee, bliver væsentlig større, uden kapitalfondsselskabet ligeledes øger omkostningerne med samme forhold. Undersøgelser viser, at aflønningen består af 2/3 fast fee, hvilket gør at incitamentet til at drive selskaberne alt andet lige bliver mindre end det at tiltrække tilsagn. (Metrick & Yasuda, 2007)

Ensretningen af interesser har derfor ikke samme effekt på fondsniveau længere. Om dette argument holder er svært at sige. Problemet er jo at hvis de præsterer dårligt i den første fond, kan de få sværere ved at rejse kapital til den næste. Samtidig skal kapitalfondene ikke kun konkurrere mod andre kapitalfonde, men også mod andre investeringsalternativer jf. afsnittet i DEL 1. Derfor er det efter vores mening mindre sandsynligt at kapitalfondene ikke forsøger at få den allerhøjeste pris.

En sidste detalje som måske kan være med til at nedbringe værdien af handelsdelen er at kapitalfonde i forbindelse med overgangen fra finansiel til operationelle forbedringer har været nødsaget til at bruge langt større transaktionsomkostninger. I 1980'erne blev due diligence mm. lavet af selve kapitalfondsteamet, da denne ikke var lige så omfattende grundet deres fokus på funding. I dag bruges eksterne konsulenter, jurister, revisorer mm. til at udarbejde den omfattende due diligence, hvorfor kapitalfondenes transaktionsomkostninger er steget. Især hvis flere af disse ender med en ufordelagtig købsmulighed, vil overskuddet af den løbende fee blive mindre.

Fremtidig undersøgelse:

En interessant fremtidig undersøgelse kunne være om kapitalfonde er andre overlegne i forbindelse med forhandling. Hvis kapitalfondene kan få mere for noget af samme standard end andre er der noget som tyder på det. Eksempler på dette kunne være om porteføljeselskabernes operationelle performance ikke kunne stå på mål med den værdi de blev solgt til. Derfor vil det være interessant at undersøge om danske buyouts har kunne handle til større multipler end vækstmulighederne kan retfærdiggøre.

Samtidig vil det ligeledes være interessant at se om kapitalfondene kan få højere multipler for selskaber hvor de har investeret i fremtiden, end de selskaber som hvor de mere har optimeret omkostningsstrukturen, da det alt andet lige er svære at værdisætte fremtidige vækst muligheder.

For at opsummere tyder det på at kapitalfondsopkøbene er påvirket af de finansielle muligheder, ligesom kapitalfondene udnytter market mispricing, eksemplificeret ved IT-boblen. Derimod mener forfatterne ikke at kapitalfondene udnytter asymmetrisk information fra ledelsens side, ligesom der heller ikke kan argumenteres for, at kapitalfondene ikke efterstræber at skaffe den højeste værdi for porteføljeselskaberne i forbindelse med salget af disse.

Del 2 - Delkonklusion

Generelt ser det ud til, at kapitalfundsmodellen er en god metode til at skabe værdi såvel internationalt som i Danmark. Samtidig ligner det, at der i høj grad skabes nogle operationelle forbedringer i virksomhederne, og at udviklingen igennem finanskrisen generelt har været positiv såvel absolut som relativt sammenlignet med peers. Selvom resultaterne præges af frasortering af selskaber og generel selection bias, føler vi at vores resultater afspejler de bedst mulige resultater i perioden 2007 til 2011.

I internationale undersøgelser argumenteres for at det er Top25 porteføljeselskaber, som generelt driver hele outperformance. Dette ser vi i mindre grad i vores undersøgelse, da flere af resultaterne ligeledes peger på at midt50 klarer sig om ikke i absolutte tal, så positivt ift. peers. Derfor ligner det, at kapitalfondene generelt har held til at benytte deres metoder.

Vores data viser at den operationelle forbedring (EBITDA/Investeret kapital) primært drives af balance optimeringer og måske en omsætningsforøgelse. Derimod ligner det ikke kapitalfondene har haft større fokus på omkostningsminimeringer end andre selskaber i markedet.

Kapitalfondene afvikler generelt heller ikke selskaberne, da denne giver en positiv eller neutral udvikling for porteføljeselskaberne, hvilket betyder de i gennemsnit har forøget deres selskaber ved konsolidering og investering i fremtiden. Men når der ses bort fra køb og salg af større divisioner har udviklingen været en smule negativ.

Ud fra data har det ikke været muligt at dokumentere en statistisk signifikant udvikling, da data resultaterne ændre sig alt efter hvilket start år man observere fra. Dog hælder data, selvom det ikke er signifikant til at kapitalfondene generelt har haft en bedre udvikling end peers. Denne udvikling har dog ikke afspejlet sig på produktiviteten, da denne ikke er blevet forbedret over perioden.

Finansielt ser det ligeledes ud som om, at kapitalfondene har en fordel, da de generelt ikke betaler en højere rente end deres peers, men derimod i gennemsnit har en højere gearing. Det har dog ikke været muligt at se en direkte sammenhæng mellem den højere gearing og en marginelt mindre renteforøgelse. Derimod viser det sig, at kapitalfondene har statistisk større sandsynlighed for konkurs, både målt som middelværdi og median, ligesom de har procentvis flest selskaber i risikozonen. Dette er dog ikke overraskende grundet den høje gearing, men må dog være endnu et tegn på at de burde betale en højere rente, hvorfor det ligner at de har nogle finansielle fordele på det danske marked.

Danske kapitalfonde følger generelt governance trenden, som internationale kapitalfonde gør brug af. Det ligner at kapitalfondene har højere finansielle ydelser målt ift. driftspengestrømmene, hvilket tyder på en

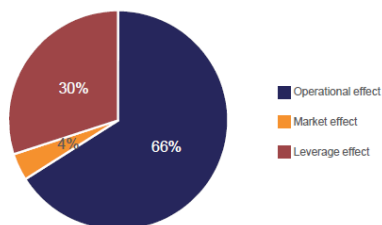
governance styring af agenten via gælden. Samtidig er de hovedaktionærer i de fleste opkøb og sætter sig generelt i bestyrelsen, hvorfor de benytter sig af det aktive ejerskab.

Deres finansielle baggrund har givet dem nogle markedsmæssige fordele, hvilket har gjort at noget af deres performance er drevet af marked mispricing, samt at deres forhandlingsevner nok har gjort det muligt at få en god pris for selskaber, som operationelt ikke klarer sig bedre end andre. Samtidig er opkøbene stærkt præget af, hvornår gælden er forholdsmæssigt billigere end egenkapitalen.

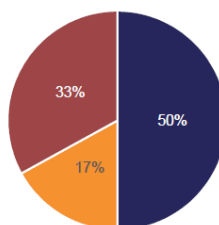
Derimod ligner det ikke at kapitalfonde generelt har udnyttet asymmetrisk information ved at overtage ledelsen fra det tidligere selskaber.

Nedenstående to figurer viser fordelingen af værdiskabelsen i danske buyouts holdt i forhold til den samlede europæiske. Disse resultater styrker validiteten af vores opdaterede operationelle analyse.

Danish exits: Comparison of value drivers
N = 44 companies, Holding Period = 4.6 years



European exits: Comparison of value drivers
N = 241 companies, Holding Period = 3.5 years



Figur 16 - Value drivers i kapitalfonds exit - Kilde: (Lichtner og Achleitner 2011)

Del. 3: Hvad kan selskaber lære af kapitalfondene?

Del 3 vil være vores bud på hvilke dele af kapitalfundsmodellen man som et almindeligt selskab med fordel kan gøre brug af. Dette vil ske med baggrund i de teoretiske metoder præsenteret i Del 1, samt i nogen grad vurderingen af resultaterne i Del 2

DEL 3 vil starte med en kort præsentation af hvilke forhold som menes at være kapitalfondsspecifikke. Herefter præsenteres uddrag af kapitalfundsmodellen med mere specifikke forhold.

12. Kapitalfondsspecifikke forhold

Selvom optimeringsmetoderne hos kapitalfondene ikke er unikke, har de dog i deres opbygning og struktur nogle væsentlige komparative fordele. Efter vores mening er de største kapitalfondsspecifikke forhold investorgruppen bag, partnernes store netværk og deres særlige forhold til de finansielle markeder. Investorgruppen bag giver den økonomiske sikkerhed og ro, der gør at porteføljeselskaberne har mulighed for at fokusere på den operationelle forbedring, frem for hele tiden at koncentrere sig om næste terminsbetaling eller kvartalsmæssige regnskabsaflæggelse. Kapitalfondene har ligeledes en særlig fordel ift. de finansielle markeder, som både beror på deres finansielle baggrund men også pga. deres tilknytning til de finansielle institutioner. Holdes det sammen med at det koncentrerede ejerskab, er det alt andet lige nemmere at få ejernes godkendelse ved rekonstruering af kapitalstrukturen til en højere gearing. Derfor kan kapitalfonde holde en højere gearing end deres peers, hvilket også er tilfældet på det danske marked. Kapitalfondspartnerne udnytter deres netværk til at tiltrække dygtige personer til virksomheden, så selv virksomheder af en mindre størrelse kan få sparring fra et bestyrelsesmedlem, som til daglig er eller har været i topledelsen af de større selskaber.

Da kapitalfonde skal tilbagebetale de investerede midler til deres investorer forholdsvis hurtigt, skaber det et pres på at få tingene gjort, og få det gjort hurtigt. Denne tankegang er nemmere at få implementeret i virksomheden når den skal sælges, ift. normale going concern virksomheder, som lige skal overveje det en ekstra gang og dermed udskyder beslutningen. Derudover har kapitalfondene ligeledes den fordel, at de frit kan vælge hvilket markedet de ønsker at investere i. Dette giver dem en fleksibilitet ift. andre selskaber, da de dermed ikke kun behøver at lave strategier for udvidelse af markedsandele, men også vælge selskaber som med fordel kan vælge nye markeder og dermed give større mulighed for ekspansion.

Ovenstående er kun et uddrag af kapitalfundsmodellen, hvorfor der er en række punkter, som andre selskaber i mere eller mindre grad kan benytte sig af. De dele som er valgt, er en forståelse af hvad værdiskabelse er og hvordan man bruger det i praksis. Dernæst et fokus på at få et overblik over virksomheden, så bl.a. virksomhedens fulde potentiale kan defineres. Yderligere kommenteres der på

kapitalfondenes måling, fokus på likviditet og pengestrømme frem for regnskabstal, kapitalstruktur, fleksibelt ejerskab, ledelsens sammensætning og incitamenter.

13. Forstå værdiskabelsen i virksomheden:

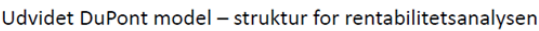
Derfor er en af de første ting som alle selskaber med fordel kan lære af kapitalfondene, at deres fokus primært er på at skabe værdi for deres investorer. Denne værdi er kun tilfredsstillende, så længe den er højere end, hvad man alternativ kunne få ved at investere i andre investeringsalternativer med samme risiko. Derfor sørger kapitalfonde for, at hele organisationen, fra ledelsen til den yderste medarbejder forstår, at der i sidste ende kun er ét interessant nøgletal, og det er hvad man har betalt tilbage til sine investorer (Shivdasani og Zak 2007).

Dette er et fokus, der nemt kan overses, hvis en virksomhedsejer stiller sig tilfreds med et positivt resultat, hvis den manglende ekstra indtjening ikke er livsnødvendig for selskabet. Dette blev tidligere benævnt som "tilfredsstillende underperformance", og er et stort problem, når man finansieringsteknisk kigger på virksomheden, da virksomheden dermed har destrueret økonomisk værdi for deres aktionærer - i dette tilfælde virksomhedsejeren. Derfor er det vigtigt, at man overvejer hvad den kapital der er indskudt i virksomheden alternativt kunne være blevet forrentet til, og ikke stille sig tilfreds før der som minimum er skabt samme værdi. En måde at observere denne værdi er ved at sammenligne værdiskabelsen med virksomhedens afkastkrav, kaldet cost of capital.

Kapitalfondene har netop hovedfokus på værdiskabelse over cost of capital, hvilket kaldes økonomisk profit²⁸. Dette nøgletal bruges til at vurdere om virksomheden som helhed er rentabel, men også om de enkelte divisioner eller projekter er værd at bevare, eller om de alternativ skal sælges eller lukkes. Der vil med udgangspunkt EVA modellen (Economic Value Added) dannes et overblik over, hvilke dele som selskaberne med fordel kan lære heraf.

Opbygningen af EVA værdiskabelsen vises i Figur 17, som er en udvidelse af DuPont modellen, der normalt viser egenkapitalsforrentningen.

²⁸ Den økonomiske profit beregnes som $(ROIC - WACC) \cdot \text{Investeret kapital}$.



Figur 17 - Kilde: Petersen & Plenborg (Undervisningsnote regnskabsanalyse CBS - CMFIR)

Den første halvdel af pyramiden omkring ROIC (afkastningsgraden) var den som blev undersøgt i DEL 2 under den operationelle undersøgelse approksimeret ved EBITDA/IK. Denne består af såvel omsætning, omkostninger og balanceoptimeringer. Da vi i DEL 2 så, at kapitalfondenes afkast primært var drevet af balanceoptimeringer og måske omsætning, vil vi ikke kommentere på omkostningsnedbringelser. Samtidig er omsætningsforbedring meget afhængig af branchen og det produkt som virksomheden producerer eller leverer. Derfor vil der primært kommenteres på nogle overordnede tiltag som virker for alle virksomheder, hvilket blandt andet handler om nogle praktiske forhold ift. balancen.

I første omgang vil den anden del af figuren (WACC) blive gennemgået. Det er ikke ligetil at estimere det korrekte alternative afkastkrav til virksomheden, men da det er helt essentielt for såvel forståelsen som den praktiske tilgang i forbindelse med værdiskabelsen, vil der i efterfølgende afsnit blive gennemgået sammenhænge mellem cost of capital og ejernes afkatskrav (Cost of equity), samt tre forskellige metoder til at estimere cost of capital.

13.1 Estimer Cost of Capital – med særligt fokus på private virksomheder:

For at estimere cost of capitaler der behov for at estimere cost of Equity. I langt de fleste virksomheder sættes der lighedstegn mellem cost of capital og WACC. Om man bruger cost of capital eller WACC afhænger af værdiansættelsesmodellen.

Hvis virksomheden var 100% egenkapitalfinansieret, ville cost of capital være lig cost of equity. Såfremt virksomheden også har gæld, vil cost of capital være af afvejning af cost of equity og cost of debt. Grundet det tidligere omtalte renteskatteskjold, vil cost of capital falde ved øgning af gælden.

Cost of capital og cost of equity hænger sammen, og brugen af dem afhænger af hvilket afkast der skal forrentes. Cost of capital skal ses i ft. det frie cash flow. Dette cash flow skal bruges til at betale virksomhedens investorer såvel aktionærer som långivere. Kigger man på cash flow efter servicering af långivere skal cash flowet forrentes med cost of equity, da dette alene er aktionærenes afkast²⁹.

Den nemmeste måde at estimere virksomhedens alternative afkast på, ville være at finde en investering med præcis samme risiko og udviklingsmuligheder. Dette er meget usandsynligt, da risikoen skal være ens både mht. til marked og virksomhedens egne forhold, såvel operationelle som finansielle. Som tidligere nævnt øges den finansielle risiko ved højere gearing, hvorfor det samme projekt vil have en højere risiko for ejerne, og dermed kræve et højere afkast ved blot at øge forholdet mellem gæld og egenkapital.

Derfor kan man i stedet forsøge at estimere ejerafkastkravet ud fra nogle økonomiske modeller. Fælles for alle afkast er at de skal forrentes til over den risikofrie rente. Derfor defineres afkastkravet som den risikofrie rente + en risikopræmie der knytter sig til virksomheden. Risikopræmien findes typisk vha. CAPM (Capital Asset Pricing Model). En anden dog mere empirisk metode er faktormodeller og en tankegang omkring arbitrage og kaldes derfor APT (Arbitrage Pricing Theory).

Begge modeller bygger på antagelser om perfekte markeder, og det at man alene koncentrerer sig om den firmaspecifikke risiko. Forskellen er, at CAPM definerer afkastet som forholdet mellem selskabet og markedet, hvorimod APT antager at et udefineret antal underliggende faktorer påvirker cost of capital. Eksempelvis påvirkes Carlsbergs cost of capital af udviklingen på korn, udviklingen i olieprisen osv. Sammenhængen er, at CAPM benytter markedsafkastet, som i teorien er en aggregering af faktorerne benyttet i APT. De mange faktorer er både APT modellens styrke og svaghed, da modellen ikke fortæller, hvor mange faktorer som skal undersøges og over hvor lang en tidsperiode. En forsimpning af APT er FAMA-FRENCH, som viser sig god til at estimere cost of equity, hvilket gøres ud fra en afvejning af markedets risikopræmie, forholdet mellem store og små børsnoterede selskaber og forholdet mellem selskaber med henholdsvis høj og lav book-to-market (Brealey, Myers og Allen u.d.).

²⁹ Dette er forklaringen på, hvorfor dividendemodellen og DCF-modellen teoretisk bør give samme værdi.

Vi vil af praktiske årsager benytte CAPM, da FAMA-FRENCH i højere grad har brug for markedsværdier, hvor CAPM både kan bruges på unoterede som noterede selskaber. Dette er fordelagtigt for danske virksomheder, da man primært har unoterede selskaber i Danmark³⁰.

Der findes forskellige undersøgelser for, hvordan virksomheder, finansielle rådgivere og tekstbøger mener afkastkravet bør estimeres i praksis. Følgende gennemgang af metoder har taget udgangspunkt i en dansk undersøgelse foretaget af Petersen, Plenborg og Schøler fra 2006³¹, der fortæller i hvor høj grad metoderne bliver brugt i praksis. Denne er især anvendelig i dette tilfælde, da en del af undersøgelsesgruppen er kapitalfonde. Derfor vil der løbende blive kommenteret på, hvorvidt den samlede gruppe og kapitalfondene vælger at gøre brug af den præsenterede metode.

I praksis har brugen af CAPM tre større udfordringer. Estimering af beta, risikofri rente og risikopræmien på markedet. Derfor må hver enkelt praktiker selv tage sine antagelser om, hvad der er mest retvisende.

Den risikofri rente bliver typisk antaget til at være den samme som for statsobligationer. Hvilken længde der er mest retvisende, er op til den enkelte investor. (Brealey, Myers og Allen u.d.)

Der er ligeledes heller ikke noget endelig svar for, hvordan markedsafkastet estimeres korrekt. I en international undersøgelse fra 2012, har 43 danske personer svaret på deres forventning til markedspræmien på det danske marked, hvilket i gennemsnit blev estimeret til 5,5 %. (Fernandez, Aguirreamalloa og Corres 2012)

Den sidste faktor i CAPM er beta, og det er denne som der nu vil blive givet tre forskellige måder at estimere på. Den første er en samvariation med markedet ud fra historiske aktiekurser. Den anden er en estimering via sammenlignelige selskaber og den sidste er udledt via fundamentals.

Beta er antagelsen om, at den gennemsnitlige variation med markedet fortæller om, hvordan kursen i fremtiden ændrer sig ift. en stigning/fald i markedsindekset. Har markedet en risikopræmie på 5,5% mens selskabet har en betaværdi på 1,5, er risikopræmien 8,25 %. Dvs. at der kræves en firmaspecifik risikopræmie på 2,75% (8,25-5,5) for at investere i denne virksomhed frem for en investering i markedet. Har selskabet i stedet en beta på 0,5, betyder det at selskabet er mindre påvirket af f.eks. konjunkturer, hvorfor risikopræmien i dette tilfælde er 2,75 % og er altså 2,75 % under markedsrisikoen.

³⁰ CAPM bliver benyttet af 71,4 % af deltagerne i undersøgelsen, heraf 72,7 % af de adspurgte kapitalfonde.

³¹ En anden er foretaget af (Bruner, et al. 1998)

$$Re = \underbrace{rf + \beta_{selskab}(Rm - rf)}_{\text{Risikopræmie}}$$

Betaværdien regnes som forholdet mellem selskabet og markedet kovarians og markedsvariansen. Kovariansen udregnes som korrelationen mellem selskabet og markedet gange deres standard afvigelser. Standardafvigelserne og korrelationen udregnes ud fra aktiekurserne. (Se senere eksempel)

$$Beta = \frac{\rho * \sigma_{selskab} * \sigma_{marked}}{\sigma_{Marked}^2}$$

Hvis selskabet derimod ikke er noteret eller ikke har nok likviditet i aktien til at give en signifikant udvikling ift. markedet, vil man stå overfor nogle andre udfordringer. Dette er især et problem i Danmark, hvor langt de fleste selskaber ikke er på børsen. Faktisk er kun 168³² ud af de 31.502³³ aktieselskaber noteret. Sammenholdes det med at mange selskaber ligeledes er oprettet som anpartsselskab (75.781), så svarer data til en meget lille del af det danske marked af større selskaber. Dette gør blot estimeringen af cost of capital endnu sværere. Derfor er det ofte nødvendigt at bruge alternative metoder. To generelt accepteret metoder er enten at estimere beta ud fra lignende selskaber, som bliver handlet på børsen, eller estimere beta via generelle accepterede fundamentals.

Som eksempel for estimering af beta bruges det danske kapitalfondsejede selskab Unifeeder A/S. Årsagen til af Unifeeder A/S (Unicorn Aps i undersøgelsesgruppen) bliver brugt, skyldes først og fremmest at den befinder sig en branche, som i Danmark har en væsentlig betydning ift. landets størrelse. Dermed er det nemmere at bruge eksemplet i forbindelse med estimering af beta, da det er den branche som umiddelbart er bedst repræsenteret, udover de finansielle brancher, på OMX Nasdaq Copenhagen. Omvendt understreger det også problematikken omkring estimering via andre selskaber.

En præsentation af Unifeeder A/S og dens nøgletal findes i bilag.

Estimering via sammenligningsselskaber (peers):

³² OMX Nasdaq september 2012

³³ Danmarks statistik, Tabel GF5 2010 tal

For at finde beta for sammenlignelige selskaber benyttes følgende 7 steps³⁴.

1. Find noterede selskaber som har nogenlunde samme markedsrisiko
2. Estimer beta for sammenligningsselskaberne vha. af deres afkast ift. markedet (metoden nævnt ovenfor)
3. Beregn beta-asset for selskaber, dvs. beta værdien for selskabet, hvis det var 100% egenkapitalfinansieret.
4. Beregn middelværdien af beta asset blandt sammenligningsselskaberne
5. Beregn beta equity for selskabet ved at geare beta asset.
6. Brug beta equity til at beregne afkastkravet til egenkapitalen
7. Beregn Cost of capital for virksomheden vha. WACC.

Step 1 til 4 kan undgås hvis beta asset for industrien oplyses.

Ideen er altså, at estimere selskabets beta equity ud fra andre selskabers beta equity. Dette kan dog være problematisk i Danmark, når der ikke er flere børsnoterede selskaber end tilfældet. Alternativt kan man kigge på andre selskaber noteret i udlandet, såfremt det vurderes, at det valgte sammenligningsselskab har et sammenligneligt marked. Her skal det blot huskes at beregne selskabernes beta equity ud fra samme markedsindeks.

Beta værdier knytter sig til de samme elementer, som indgår i virksomhedens værdiskabelse, nemlig driften (ROIC) og finansieringen (ROIC-RF) gange gearing. Derfor nedenstående formel

$$\beta_e = \beta_a + (\beta_a - \beta_d) \frac{NRBG}{EK}$$

Omskrives denne formel, således beta asset isoleres (100% egenkapital finansieret) ser formelen således ud.

$$\beta_a = \frac{\frac{NRBG}{EK} * \beta_d + \beta_e}{1 + \frac{NRBG}{EK}}$$

³⁴ En metode som bliver benyttet af 68% af deltagerne. Dog korrigerer alle ikke for gearingseffekten. 62,5% af de adspurgte kapitalfonde benytter sig af denne metode i forbindelse med estimering af afkastkrav.

Årsagen til at beta skal omskrives er, at den observerede beta dannes på baggrund af beta equity som er afhængig af både driften og finansieringen. Derfor kan beta equity være forskellig alt efter, hvilken kapitalstruktur sammenligningsselskabet har. For at gøre beta værdierne sammenlignelige, skal finansieringens påvirkning af beta equity dermed fjernes, hvorfor man står tilbage med sammenligningsselskabernes eget risikomål (operationel risiko), hvis de var 100% egenkapitalfinansieret³⁵. Dette risikomål kan ligeledes forstås som aktivernes risikomål.

Som formelen viser, kræver dette endnu et beta mål, nemlig betaværdien for gælden. Da gæld ikke på samme måde handles på børsen, findes der ikke observerbare betaværdier ligesom på egenkapitalen. Derfor er der ikke samme konsensus om estimering af denne. Ifølge et europæisk studie bruger de fleste dog 0 (McLaney, et al. 2004), hvorfor betaværdien på gælden ikke påvirker estimeringen af beta asset. I bilag findes en yderligere diskussion af problematikken.

Når man har fået defineret beta asset for sammenligningsselskaberne beregnes en middelværdi heraf. Denne middelværdi giver et estimat af den gennemsnitlige beta for branchen, hvorfor den udregnede betaværdi er behæftet med usikkerhed. Jo større variation der er på branchens beta-værdier, jo mindre er sandsynligheden for at middelværdien er dækkende for det undersøgte selskab. Det er dog det bedste bud man har.

Efter at beta asset er fundet, skal den finansielle risiko for selskabet igen tillægges, således at beta equity findes. Til dette bruges førnævnte formel for beta equity. Dette kaldes re-levering. Dermed har man nu selskabets risikofaktor, der består både af den operationelle og finansielle risiko.

Det fundne beta equity indsættes i CAPM sammen med markedets risikopræmie og den risikofri rente, hvorefter afkastkravet kan beregnes og indsætte det i formelen for WACC.

Eksempel Unifeeder:

Da Unifeeder er i transportbranchen vælges de 5 selskaber på OMX Nasdaq Copenhagen som er tættest på selskabet. Beta værdien beregnes vha. ovenstående formel for betaværdien. Til beregning af beta bruges de sidste 5 års daglige afkast³⁶, og som proxy for markedet er MSCI Denmark³⁷ valgt. Den nettorentebærende gæld er beregnet ud fra samme kriterier som tidligere i del 2 og taget fra årsrapporten

³⁵ Denne metode er ligeledes den som benyttes ved Alpha sammenligning, når man skal korrigere for gearingseffekten og dermed risikojustere afkastet mellem kapitalfondene og andre selskaber.

³⁶ Hentet fra Datastream

³⁷ Valget MSCI Denmark kunne ligeså godt være verdens MSCI eller S&P 500 osv, hvilket selvfølgelig giver forskellige resultater.

2011. Da der ikke findes markedsværdier på gælden har vi valgt at benytte den opgivne gæld i årsregnskabet. Egenkapitalen er beregnet som markedsværdien af aktier beregnet som antal aktier A+B gange kursen d. 31.12.2011.

Dette har givet følgende data³⁸:

Beta asset beregning på industriel transport Danmark						
	Beta Equity	Beta asset	EK	NRBG	Gearing	Valuta
Mærsk	1,16	0,74	166.681	94.216	0,6	Kr.
Dampskibsselskabet Norden	1,28	1,69	5.784	-1.391	-0,24	Kr.
DSV	1,13	0,79	19.121	8.071	0,4	Kr.
DFDS	0,41	0,26	5.274	3.018	0,6	Kr.
Torm	1,17	0,03	272	10.489	38,6	Kr.
Gennemsnitlig Beta Asset med Torm		0,70	Gennemsnitlig Beta Asset uden Torm		0,87	

Figur 18 - Beta beregning for Unifeeder - kilde: Egen tilvirkning

Norden skiller sig ud, hvilket skyldes at de i regnskabet 2011 havde mange likvider, faktisk over dobbelt så mange ift. deres gæld, hvilket dermed giver dem en negativ nettorentebærende gæld. Samtidig har Torm en så lav book to market, at beta asset ser mærkelig ud.

Tages gennemsnittet fås beta asset til 0,70 med Torm og 0,87 uden. I dette tilfælde vælges 0,87 som de mest retvisende. De to resterende elementer i CAPM, risikofri rente og forventet markedspræmie, skal ligeledes estimeres. Til estimering af den risikofri rente bruges en 10-årig dansk statsobligation på 1,43%, mens den forventede markedspræmie estimeres til at være de 5,5% der blev tidligere (Fernandez, Aguirreamalloa og Corres 2012)

$$\beta_e = 0,87 + (0,87 - 0) \frac{920}{1.569} = 1,38 \quad Re = 1,43\% + 1,38 * 5,5\% = 9,02\%$$

Ved brug af ovenstående forudsætninger findes at betaværdien for Unifeeder er 1,38. Dette betyder at afkastkravet for Unifeeder ved deres nuværende gearing er 9,02%, mens markedet har et afkastkrav på 6,93%. Dette betyder, at der forlanges en præmie på 2,09 procentpoint for investering i Unifeeder frem for i markedet.

³⁸ Beregningerne findes i bilag

Estimering ved fundamentals

Hvis beta derimod skal estimeres for et selskab, som primært bliver drevet på det danske marked, men i en branche som ikke har tilstrækkelig med børsnoterede selskaber, vil man ikke være i stand til at estimere beta ud fra ovenstående metode. Derfor kan beta alternativt estimeres ud fra fundamentals³⁹.

Fundamentals tankegangen fokuserer på den operationelle og finansielle risiko. Historisk har man set at disse ofte balancere, således at når selskabet en høj operationel risiko, har det typisk en lavere finansiell risiko (Petersen og Plenborg 2010). Kapitalfonde køber typisk selskaber i brancher med lav operationel risiko, hvilket gør at de kan have en større finansiell risiko og forklarer dermed den høje gearing (Groh og Gottschalg 2006).

Bruges metoden omkring fundamentals, er dette en langt mere subjektiv måde, hvorfor der kræves en forholdsvis høj forståelse af virksomhedens og markedets karakteristika. Omvendt kan dette tvinge virksomheden til at tænke over deres forretningsmodel

Operationel risiko:

Ved den operationelle risiko skal der overvejes, hvilke risici som virksomheden selv kan styre, og hvilke som er udenfor virksomhedens hænder. Dvs. samme tankegang som den systematiske og usystematiske risiko beskrevet i afsnit 4.1.

Den systematiske risiko afhænger af, i hvor høj grad virksomheden præges af konjunkturer. Hvis der eksempelvis sælges luksusgoder, er selskabet typisk mere påvirket end hvis der sælges medicin. Samtidig kan selskaber være stærkt påvirket af ændringer i lovgivningen, som eksempelvis afgifter. Disse afgifter kan man ikke altid blot lade forbrugeren betale det hele af, hvorfor det i sidste ende vil gå ud over indtjeningen.

Den anden risikofaktor er den strategiske, som kræver et indgående kendskab til markedet. Dette inkluderer, hvilke produkter og aktører der er på markedet samt deres udviklingsmuligheder. Her skal selskabet vurdere, hvor eksponeret de er overfor substituerende produkter, og hvor nemt det er for nye aktører at komme ind på markedet. En måde at nedbringe risikoen for virksomheden er ved at udvikle en strategi, som er svær at kopiere og dermed giver nogle komparative fordele. Samtidig er det vigtig for virksomheden at vurdere, om den er afhængig af enkelte produkter, kunder eller leverandører.

³⁹ Denne undersøgelse benyttes af 32% af de adspurgte. 25% af kapitalfondene

Den sidste risikofaktor er den interne, som omhandler udvikling af egne produkter, brandværdi, omkostningsstyring, produktivitet og omsætning. En vigtig deltalje er at følge med udviklingen, således man ikke påvirkes negativt heraf. Et eksempel er Kodak, som slet ikke fulgte med den mere digitaliserede verden, og dermed gik fra markedsleder til at være langt efter deres konkurrenter. Eller at omkostningsstrukturen ikke kan tilpasses i dårlige tider, eksempelvis høje faste omkostninger.

I Figur 19 er Unifeeders operationelle forhold opstillet.

Finansiell risiko:

Den anden del af virksomhedens samlede risiko er dens valg af funding. Risikoen skal vurderes i forhold til, i hvor høj grad virksomheden er eksponeret overfor fald i indtjeningen ift. gældsudbetalingerne, og hvad mulighederne for kapitalfremskaffelse.

Derudover er der valutaproblematikken. Denne kan dog hedges, hvis der eksempelvis lånes og betales i samme valuta. På denne måde vil ændringerne have mindre betydning.

Samtidig bør man ligeledes kigge på afbetalingsprofilen, da denne kan have stor betydning for, hvorvidt man kan komme i likviditetsproblemer. Her spiller især covenants ind, da det er vigtigt for virksomheden at holde fokus på de nøgletal, der skal overholdes, da misligholdelse af covenants kan føre til større ændringer i kreditaftalen eller i værste fald opsigelse af lån.

I figur 19 er de enkelte forhold omkring Unifeeders finansielle forhold opstillet. Der er ligeledes beregnet end række finansielle nøgletal, og sammenlignet dem med Standard & Poors kreditratingstabel for industrielle virksomheder.

Eksempler på opstilling af fundamentals:

Den operationelle vurdering af selskabet er at det generelt præges af en mellem grad af risiko, men kan dog være påvirket af især eksterne forhold, som i sidste ende kan have større påvirkning af den operationelle risiko.

Kvalitativ vurdering af operationelle risici		
Beskrivelse	Grad af risiko	Hvordan forsøges risikoen styret
Ekstern risiko		
Strejke	Høj	Ikke meget at gøre, andet end at prøve at påvirke arbejdsforholdene
Vejret	Høj	Sørge for at tilrettelægge alternative transportmuligheder, som godstog og lastbil. Sørge for priser i vinterhalvåret er højere, og dermed indregner den større risiko
Strategisk risiko		
Konkurrenter	Høj	Konkurrenter på Shipping delen er stor, hvorimod entry barriere for rederidelen gør risikoen mindre
Markedsudvikling	Middel	Markedet for short sea er i vækst, imens andre markeder er stagnerende. Ved at udvide antallet af servicede havne, øges fleksibiliteten for kunderne.
Kunder	Middel	Selvom finanskrisen har sænket skibsfarten, er det stadig den billigste og mest miljøvenlige transportmulighed
Leverandører	Middel	Problematiske når kapacitetsbegrænsninger i havne og skibe nedbringer fleksibiliteten. Afhjælpes ved at søge alternative havne og køb af egen flåde
Substituerende muligheder	Lav	De stigende benzinpriser gør luftfart og vejtransport mindre konkurrencedygtige
Olieprisen	Høj	Videre fakturering til kunder, dog ikke nok til at holde indtjeningen
Charter	Middel	Gode aftaler og finanskrisen har gjort det muligt at lave bedre aftaler
Intern risiko		
Udnyttelse af kapacitet	Middel	Implementering af nyt IT-system skal være med til at optimere kapacitesudnyttelsen
Ledelsens/medarbejdernes kvalitet	Middel	Selskabet har under finanskrisen forøget kvaliteten af staben, hvilket giver højere omkostninger, men forhåbentligt også højere kvalitet
Valg af omkostningsstruktur	Middel	Virksomheden beskriver sig selv som "Asset light", hvilket gør det muligt tilpasse sig konjunkturerne
Total vurdering af operationel risiko	Middel	Selvom priserne på råolie stiger, kan dette både have en negativ og positiv effekt på indtjeningen. Salg af bunkers har givet en omsætningsstigning, samtidig med at de øgede priser på feeder aktiviteter kan tildels kan videre faktureres til kunderne. Fokus ændringen til Shortsea og den øgede ekspansion i dette stigende marked har givet fornuftige indtjening set ift. den økonomiske situation i verden. Derfor betragtes selskabet som middel eksponeret på den operationelle del.
* BEMÆRK: Eksemplet er udarbejdet på baggrund af Årsrapporterne fra Unifeeder A/S - og forfatterne umiddelbare vurdering af forholdene. Derfor skal eksemplet alene læses som et forslag til hvordan man kunne opstille et risikoskema. En endelig vurdering af de enkelte grupper kræver et større markedskendskab og flere interne og eksterne data.		

Figur 19 - Kvalitativ vurdering af operationelle risici - Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra (Petersen og Plenborg 2010)

Ud fra Standard & Poors nøgletal vurderes risikoen til at være BB, hvilket gør at selskabet befinder sig lige under Investmentgrade. Nøgletallene er dog generelt forbedret, hvorfor der kan argumenteres for en BB+.

Standard & Poor credit rating - Adjusted industrial financial ratios			
EBIT interest cover	4,0 BBB	1,7 BB	2,6 BB
EBITDA interest cover	8,2 A	3,8 BB	4,8 B
Frit Cash Flow/Total gæld	17,0% A	11,9% A	12,2% A
Drifts cash flow/Total gæld	17,3% BB	12,1% BB	19,0% BB
ROIC	5,4% B	4,5% B	6,0% B
EBIT/Omsætning	4,7% CCC	5,2% CCC	8,9% CCC
Langsfristede forpligtelser / Investeret kapital	48,8% BBB	54,7% BB	54,3% BB
Nettorentebærende gæld / Investeret kapital	62,9% BB	72,2% B	70,1% B
Samlet vurdering	BB	BB	BB
*Nøgletallene er sammenlignet med USA data fra S&P og dermed ikke sikkert de passer til det danske marked			

Figur 20 - Standard & Poor kreditrating - Kilde: (Petersen og Plenborg 2010) oprindelig Standard & Poor

Den kvalitative vurdering af risici tyder ligeledes på en mellem kreditrisiko, da det generelt ser fornuftigt ud ift. den igangværende krise.

Kvalitativ vurdering af finansielle risici		
Beskrivelse	Grad af risiko	Hvordan forsøges risikoen styret
Finansiell gearing		
Gearing	Middel	Virksomheden bruger positive pengestrømme til at nedbringe gælden
Covenant	Lav	Virksomheden oplyser at den er underlagt covenants, og at disse hverken i regnskabsårene eller i de enkelte regnskabsår er blevet brudt.
Rente eksponering	Uklar	Det er ikke oplyst hvorvidt renten er fast eller variabel
Valuta eksponering	Mellem/Lav	Virksomheden afregner det meste af sine services i Euro, men har også en betydelig del i Dollar. Virksomheden har valuta hedget herimod
Kapitalindskud	Lav	Virksomheden ejes af en kapitalfond, som er en af Europas største på det mellemstore marked. Dermed må det formodes at skulle selskabet mangle likvider, vil fonden indskyde de nødvendige midler.
Gældens afdragsforhold	mellem	Virksomheden har gæld i 1-5 år og har i 2011 ingen kortfristede rentebærende forpligtelser til kreditinstitutter.
Konkurs risiko	Mellem	Konkursrisikoen målt som Z-score, viser at virksomheden i 2008 lå i gråzonen, i 2009 på kanten af konkurszonen, i 2010 i konkurs zonen og i 2011 er den igen kommet ud af konkurs zonen og ligger nu stabilt i grå zonen enddog forbedret ift. 2008.
Total vurdering af operationel risiko	Mellem/Lav	Virksomheden vurderes til at være finansiell stabil, selvom finanskrisen rammer selskabet bemærkes det at deres pengestrømme er fornuftige, selvom driften ikke ser alt for god ud. Dermed ligner det at selskabet stadig har en rimelig solid finansiell situation
* BEMÆRK: Eksemplet er udarbejdet på baggrund af Årsrapporterne fra Unifeeder A/S - og forfatterne umiddelbare vurdering af forholdene. Derfor skal eksemplet alene læses som et forslag til hvordan man kunne opstille et risikoskema. En endelig vurdering af selskabets finansielle formåen kræver flere interne data.		

Figur 21 - Kvalitativ vurdering af finansielle risici - Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra (Petersen og Plenborg 2010)

Derfor giver dette samlet en mellem risiko, hvorfor det jf. figur 20 giver en beta på 0,85 og 1,15.

Estimeret Beta Equity ved fundamentals				
Operationel risiko	Finansiell Risiko	Samlet risiko	Beta - levered	
Lav	Lav	Meget lav	0,4	0,6
Lav	Mellem	Lav	0,6	0,85
Lav	Høj	Mellem	0,85	1,15
Mellem	Lav	Lav	0,6	0,85
Mellem	Mellem	Mellem	0,85	1,15
Mellem	Høj	Høj	1,15	1,4
Høj	Lav	Mellem	0,85	1,15
Høj	Mellem	Høj	1,15	1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4	+

Figur 22 - Estimeret beta equity udfra fundamentals - Kilde: (Petersen og Plenborg 2010)

Sættes disse beta ind i CAPM fås henholdsvis et ejer afkastkrav på 6,11% og 7,76%.

$$Re = 1,43\% + 0,85 * 5,5\% = 6,11\% \quad Re = 1,43\% + 1,15 * 5,5\% = 7,76\%$$

Holdes det sammen med de 9,02% som blev beregnet via sammenlignelige selskaber, giver dette et gennemsnit på 7,63% Dermed haves nu et ejerafkastkrav, der kan indsættes i WACC.

Unifeeder har pr. 31/12/2011 en egenkapital på 1.569 mio. og en nettorentebærende gæld på 920 mio. I WACC beregningen bruges den danske selskabsskat på 25 %, hvilket dermed giver selskabet en cost of capital på 6,07%. Som lånerente bruges de seneste fire års effektive lånerente, hvilket svarer til 6%⁴⁰.

$$WACC = \frac{1.569}{2.489} * 9,02\% + \frac{920}{2.489} * 6\% * (1 - 0,25) = 6,46 \%$$

Rebalancing

Man skal dog være opmærksom på at WACC kun er approksimativ, da den forudsætter at der kontinuerligt rebalanceres, således at gearingsniveauet er konstant. Dette betyder at selskabet skal ændre deres gælds niveau ved enhver ændring i egenkapitalen og at dette sker kontinuerligt.

Dette er især problematisk i forbindelse med LBO'er. Ved LBO'er kan det anbefales at bruge APV som blev præsenteret tidligere, da deres gearingsniveau falder hurtigt over tid, hvorfor de gunstige forhold omkring skatten formindskes med tiden. Samtidig kan der også være en diskussion af, hvor ofte selskabet vælger at rebalancere. Det anbefales dog at bruge sin tid på projekter, der er mere værdiskabende end rebalancing af kapitalstrukturen, så længe den ikke har ændret sig markant (Brealey, Myers og Allen u.d.).

En anden diskussion er, om man bør bruge den gældende kapitalstruktur, eller om mål kapitalstrukturen i princippet er mere korrekt. Tages der højde for de i forvejen store usikkerheder omkring estimeringen af beta og dermed WACC, er dette efter vores vurdering af mindre betydning for den samlede værdi⁴¹.

Med alle disse forbehold in mente, anbefales det dog at tilkøbe sig viden fra professionelle rådgivere⁴². Dette er især relevant for private selskaber, som udover cost of capital også bør tillægge en likviditetspræmie på afkastkravet, da det alt andet lige er sværere at komme med ny kapital. Denne er jf. den danske undersøgelse på ca. 3-5% (Petersen, Plenborg og Schøler).

13.2 Få overblik over virksomheden - hvor skabes værdien:

Cost of capital kan dermed bruges til at undersøge om selskabet har skabt værdi ved at undersøge om ROIC er større end cost of capital (WACC 6,71%). Det er dog ikke kun på selskabsniveau, at dette er fordelagtigt. Faktisk kan man bruge cost of capital ned på hvert projekt og division i selskabet for at se om de skaber

⁴⁰ 75,8 % benytter den effektive lånerente, heraf 100% af kapitalfondene.

⁴¹ Eksempel på rebalancerings betydning for WACC findes i bilag.

⁴² 45,7% bruger erfaring til at estimere afkastkravet, heraf 36,4% af kapitalfondene.

værdi⁴³. For at dette kan lade sig gøre, kræver det at man i første omgang får overblik over virksomheden. Kapitalfondene fokuserer meget på at sikre at virksomheden er rigtig opdelt, således at de kan bedømme hvor den rigtige værdiskabelse opstår. Dette sker typisk allerede i deres Due Diligence.

Det må formodes, at de fleste virksomheder har delt deres selskab op i mindre profitcentre, som mere eller mindre har indflydelse på omkostninger og investeringsbeslutninger. Spørgsmålet er blot, om virksomheden har ordentlig styr på deres allokering af omkostninger. De variable omkostninger som tilknyttes direkte til produktet er umiddelbart ikke problematiske. Derimod kan indirekte omkostninger blive fordelt mere eller mindre arbitrært. Hvis selskabet ikke har ordentlig styr på fordelingen af de faste omkostninger kan ledelsen umiddelbart gå i en tro om at have lønsomme aktiviteter, selvom der faktisk ikke skabes regnskabsmæssig værdi. Dette er især problematisk i brancher, hvor den primære ressource er medarbejdere, hvilket gør personaleomkostningen til den største indirekte omkostningspost.

Det er ikke nok at have overblik over lønsomheden i de enkelte divisioner og profitcentre. Det er også nødvendigt at kunne allokere omkostninger til alle aktiviteter, kunder og produkter

Det formål har kapitalfondens Due Diligence, som undersøger om selskabet egentlig er drevet ordentligt, om omkostningerne er fordelt korrekt og om der er flaskehalse og/eller uudnyttet kapacitet, som ikke umiddelbart kommer frem i de traditionelle rapporteringssystemer. Først når der er overblik over den endelige lønsomhed, kan der sammenlignes med cost of capital. Skaber profitcenteret, produktet eller kunden ikke værdi over cost of capital, kræver det en vurdering af om man skal øge investeringen i projektet eller om det eventuelt er mere værd at sælge eller i sidste instans likvidere det.

Derfor anbefales det at lave en intern due diligence, som giver et nyt overblik over virksomheden. Årsagen til især mindre virksomheder kan mangle dette fokus, er at den tid de bruger på udvikling af strategi, går ud over den daglige drift. Dette er især problematisk, hvis ledelsen er den primære drivkraft for omsætningen. Derfor føler ledelsen ikke, at de har råd til at tage sig den nødvendige tid eller bruge de midler, som det kræver at få overblikket. Spørgsmålet er blot om de har råd til at lade være.

Opsamles der kort på hvad der kan læres af kapitalfondenes værdiskabelse er det, at virksomheden, divisioner, kunder og produkter kun er lønsomme, såfremt de skaber værdi over cost of capital. Derfor kan aktiviteter som giver positiv regnskabsmæssig værdi, ikke altid betragtes som værdiskabende. Derudover

⁴³ I princippet bør man udregne WACC for hver enkel aktivitet, men hvis man primært kigger på virksomhedens core-aktiviteter kan man approksimativt bruge virksomhedens WACC. Dette skyldes at WACC i princippet er den vejede WACC for alle aktiviteterne i virksomheden.

skal virksomheder sørge for at have det fulde overblik over såvel deres direkte som indirekte omkostninger, da manglende fokus herpå kan give fejlagtige vurderinger af virksomhedens drift.

13.3 Definer virksomhedens fulde potentiale:

Efter at have fået det fulde overblik over virksomhedens aktiviteter, er kapitalfondens næste fokus at definere virksomhedens fulde potentiale samt hvordan det opnås. Ud fra det endelige mål defineres 3-5 projekter (Gadiesh og MacArthur 2009) som skal være dem, der sikrer opnåelsen af det fulde potentiale. For kapitalfonde er det vigtigt, at der kun bliver fokuseret på få projekter, da man dermed kan beholde fokus hele vejen, modsat hvis der var valgt mange projekter. Selvom kapitalfonden har et kortsigtet formål med virksomheden, er det stadig vigtigt at den endelige strategi bygges på langsigtete mål, da man dermed undgår at foretage kortsigtede valg, der ikke er værdiskabende på den lange bane. Det er netop dette område der giver kapitalfonde en fordel i forhold til børsnoterede selskaber, da disse kan have for stort fokus på den næste kvartalsrapport. Den sidste ting man kan lære af kapitalfondene er, at de tilpasser organisationen til strategien, det er ikke nok bare at give virksomheden nyt tøj på, det kræver at man ændre kulturen.

Derfor kan man bruge følgende råd fra kapitalfondene.

- Vælg de rigtige mål frem for mange mål
- Vælg både kort- og langsigtet mål
- Definer vejen derhen.
- Sørg for at det bliver målt

13.4 Udarbejd Scorecard - Hvad der bliver målt bliver løst?

Når strategien er på plads i virksomheden, er det vigtigt at sikre, at den også bliver udført. Den bedste måde at gøre dette er ved at måle den løbende udvikling. Derfor arbejder kapitalfondene efter et meget simpelt ordsprog: "What gets measured gets managed" (Hass og Pryor IV 2009).

I forbindelse med udarbejdelse af strategien er det et vigtig element samtidig at vurdere hvordan det skal måles, hvad det endelige mål og delmål skal være, samt hvilke initiativer der skal til for at få det udført. Kaplan og Nortons tager hånd om netop disse punkter ved deres Balanced Scorecard. Ideen ved scorecardet er, at skabe overblik og se om selskabet er på rette vej i forhold til strategien. Scorecardet har ligeledes den fordel at det knytter nøgletallene sammen, således at det endelige resultat afhænger af, hvorvidt der er balance mellem nøgletallene. Scorecardet kan ligeledes være en god måde at forklare hele organisationen om den nye strategi, samt hvilken betydning det har for den enkelte medarbejder. Optimalt

udarbejdes scorecards helt ned på den enkelte afdeling, og aggregeres derefter så virksomheden samlede scorecard fremkommer. Derved vil nøgletallene i de enkelte scorecard være tilpasset til den enkelte medarbejders arbejdsopgaver og kan derfor i den sidste ende knyttes sammen til en bonusaf lønning, såfremt medarbejderen opnår de forventede mål. For kapitalfonden har scorecardet den fordel, at den umiddelbart kan følge med i virksomhedens performance på nogle overordnede nøgletal, og såfremt disse ikke er tilfredsstillende kan de gå længere ned for at identificere problemerne, og dermed hurtigt skride ind, hvis virksomheden ikke er på rette vej. En vigtig detalje for kapitalfonde, som man som virksomhedsejere med fordel kan benytte sig af, er kapitalfondenes ønske om at nøgletallene skal måle såvel historisk som være indikatorer for fremtidig performance. Indikatorer for fremtidig indtjening kan være udviklingen i kunder, markedsandele, kundetilfredshed. Ved at have fokus på såvel ex ante og ex post holder virksomheden sig omstillingsparat, da reaktionen på negative ex post resultater i princippet er for sent. Problemet med et scorecard kan være mere kvalitative mål som kundetilfredshed og medarbejder tilfredshed, hvordan måles disse således de giver et retvisende billede af performance. Dette er selvfølgelig svært, men scorecardet tvinger virksomheden til at tage stilling til det, da de er vigtige indikatorer for fremtiden.

13.5 Cash is king – omdannelse af driftsaktivitet til pengestrømme:

Primært i to tilfælde skal selskaber være særligt opmærksom på likviditetsproblematikken. Det første skyldes eksponeringen overfor fremmedkapitalen, da den, modsat ejerne, har et retsligt krav mod virksomheden, hvorfor virksomheden ikke blot kan afvente bedre tider til at udbetale deres tilgodehavende, men er forpligtet på nogle i forvejen aftalte datoer at betale deres ydelser. Det andet problem er i forbindelse med vækst, da det kræver væsentlige investeringer som oftest skal betales up front, mens indtjeningen først kommer efterfølgende. Derfor kan det ligne at der regnskabsmæssigt er skabt en flot EBITDA, men hvis pengene ikke er kommet på kontoen kan selskabet komme i problemer med bl.a. fremmedkapitalsindskydere. Derfor kan man med fordel kigge lidt på hvad kapitalfondene har fokus på.

Kapitalfonde køber generelt selskaber højt gearet. Denne gearing vil ofte være over det optimale niveau ift. selskabets umiddelbare performance. Derfor må kapitalfondene finde steder i virksomheden som kan generere pengestrømme udenfor resultatopgørelsen. Dette sker især ved nedbringelse af arbejdskapitalen, da en ændring i denne kan frigive kapital, som dermed kan bruges til at nedbringe gælden. Har man eksempelvis købt et selskab for 100 mio. Enterprise Value og i de første år har samme omsætning, men arbejdskapitalen er nedbragt fra 20% til 10% af Enterprise value, kan der dermed tilbagebetales 10 mio. af gælden, uden at det skyldes en driftsmæssig udvikling. På dette punkt er der tale om en direkte

værdioverførsel mellem de tidligere ejere og de nye. Derfor er det ekstremt vigtigt for selskaber at have fokus på, om det er muligt at nedbringe arbejdskapitalen. En anden mulighed kapitalfondene har, er ved at frasælge urentable aktiviteter, hvilket ligeledes er med til at øge selskabets rentabilitet. Dette vender vi tilbage til i et senere afsnit.

Arbejdskapitalen består som sagt af varebeholdningen, tilgodehavender og driftsgæld. Et eksempel på, hvordan kapitalfonden kan nedbringe arbejdskapitalen er, om de har behov for det samme antal varer på hylderne grundet en tidligere fastsat leveringsgaranti til kunderne. Som selskabsejer skal man spørge sig selv, om hvorvidt kunderne betaler nok for den pengebinding som ligger i det store varelager. Hvis dette ikke er tilfældet, kan man sætte prisen op, men alternativt kunne man overveje om en forlængelse af leveringstiden overhovedet påvirker resultatet. Hvis leveringstiden kan forlænges, kan man nedbringe pengebindingerne i varelageret, og dermed bruge de konverterede pengestrømme til tilbagebetaling af gæld eller andre formål i virksomheden.

En lignende udfordring opstår i forbindelse med vækst. Ofte udgør arbejdskapitalen en fast procentdel af omsætningen, hvorfor en øget omsætning medfører en øget pengebinding. Hvis leverandørerne bliver betalt, før pengene er modtaget fra kunderne, kan selskabet på et tidspunkt komme i en situation hvor det ikke har penge til at betale de løbende gældsudbetalinger. Derfor er det vigtigt i forbindelse med planlægningen af nye projekter at matche cash flows, da selvom værdien økonomisk set over en 10-årig periode er positiv, kan lukning af projektet før tid være nødvendigt, grundet manglende likviditet. Derfor er en lektie ligeledes at vælge projekter med omhu, også selvom det nogle gange betyder at man må lade NPV positive projekter gå.

Kapitalfondene viser jf. DEL 2, at de er gode til at øge omsætningshastigheden på arbejdskapitalen. Dette gør at selskabet nemmere kan vækste, uden at det giver likviditetsproblemer i en vækstfase.

Et simpelt men godt nøgletal som måler, hvordan man får driftsaktiviteten til pengestrømme er Cash conversion. Er dette i flere år under 100%, betyder det at man forøger pengebindingerne i balancen, og sandsynligheden for likviditetsproblemer øges. Unifeeder omtaler det i deres 2011 årsrapport, hvor årets resultat ikke er prangende, men de er tilfredse med deres konvertering af driftsresultat til pengestrømme. Dette betyder, at de selv i dårlige tider formår at øge pengestrømmene, og er dermed mindre eksponeret overfor de økonomiske trænge tider.

Nogle vil nok argumentere for, at man ikke kan blive ved med at optimere arbejdskapitalen, da den på et tidspunkt ikke kan blive mindre. Samtidig skal man huske at arbejdskapitalen alene giver øgede pengestrømme når den ændres, og ikke når den blot er lav. Den lave arbejdskapital, har derimod den fordel

at selskabet har en lavere kortsigtet likviditetsrisiko. Det kan dog faktisk lade sig gøre at have en cash conversion på over 100% over flere år. Dette kræver at der løbende købes selskaber, som har en dårligt styret arbejdskapital. På den måde vil selskabet løbende kunne forbedre deres drift samt deres pengebindinger og dermed skabe et større overskud på pengestrømmen end fra resultatopgørelsen. Nedenstående figur opsætter de fire vigtigste fokus punkter i forbindelse med likviditeten.

Vigtigt at styre likviditeten – Cash is King

EBITDA handler om at sørge for ens omkostninger er så lave som muligt. Især de faste omkostninger er meget vigtige at styre. Dette skyldes at mange selskaber i dag er service virksomheder, hvorfor de faste omkostninger ofte er langt højere end de variable. En god styring af de faste omkostninger gør ligeledes selskaber mere robust i dårlige tider med svigtende omsætning

Arbejdskapitalen kan blive problematisk i tilfælde hvor omsætningen vækster meget. Dette skyldes, at driftsgælden ofte er en procentdel af omsætningen, og har man ikke styr på forholdet mellem hvornår pengene kommer ind og hvornår man skal betale for sine omkostninger, kan man komme i likviditetsproblemer.



Ydelserne på gælden er utrolig vigtig at styre, da man som minimum skal have likviditet til at tilbagebetale denne. Hvis man misligholder serviceringen kan man risikere at lånet skal refinansieres eller helt opsiges, hvorfor virksomheden skal skaffe yderligere likviditet. Dette kan bringe virksomheden ind i en ond cirkel.

Anlægsinvesteringer er med til at skabe fremtidig gevinst for selskabet. Problemet er, da disse har en voldsom likviditetspåvirkning, skal man være meget varsom med hvornår man foretager dem, da indtjeningen ofte ikke kommer med det samme.

Figur 23 - Likviditets sammenhæng - Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra (Gadiesh og MacArthur 2009)

13.6 Optimering af kapitalstruktur

En af kapitalfundsmodellen værdiskabelsesmetoder er funding. I del 1 blev der beskrevet, hvorfor funding kan være værdiskabende for en virksomhed. Dette skyldes, at en øget gearing kan øge egenkapitalsforretningen. Som vist i Del 2 er porteføljeselskaberne mere gearede end deres peers, hvorfor det ligner at de udnytter denne fordel. Derfor kan man diskutere om almindelige selskaber ikke blot skal øge gearingen og hente de samme værdier?

I teorien tales der om den optimale kapitalstruktur. Spørgsmålet er blot om den i praksis findes, og hvorvidt ændringen og den løbende vedligeholdelse overhovedet skaber værdi.

Ifølge Miller og Modiglianis proposition II, er der ingen værdi i at ændre kapitalstrukturen i en verden uden skatter, transaktionsomkostninger og fri kapital. Men da dette nu ikke er tilfældet, ligger værdien måske i forståelsen af deres antagelsers betydning i praksis.

Kapitalfondene køber deres selskaber højt gearet, men jf. ovenstående afsnit skyldes det, at de har fundet nogle dele i virksomheden som kan omstruktureres, således der ret hurtigt kan omdannes nogle

pengestrømme til afbetaling af gælden. Jo længere man holder den høje gearing, desto større risiko er der for at rentespreadet bliver negativt, hvilket kan give likviditetsproblemer og faktisk formindske egenkapitalsforrentningen. Derfor er de større skattebesparelser ved rentefradraget ikke nok til på langt sigt at opveje den større risiko for konkurs. En anden udfordring som der skal tages højde for i afkastkravet er ikke blot konkursrisikoen, men også risikoen for at driften ikke kan levere et højt nok afkast som kan modregnes med skatteskjoldet. Derfor er nutidsværdien af renteskatteskjoldet mindre eller ingenting værd⁴⁴, hvis selskabet ikke tjener nok til modregning.

Derfor skal man som selskab være påpasselig med at kopiere porteføljeselskabernes høje gearing. Det kan dermed ikke anbefales, at man som privatselskab begynder at jage højt gearede afkast, da det ikke på langt sigt nødvendigvis øger shareholder value. Det man alt andet lige skal huske, er at "tilfredsstillende underperformance"⁴⁵ er bedre end konkurs. Er selskabet først kommet i likviditetsproblemer og samtidig har en høj gæld, er selskabet afhængig af muligheden for kapitaludvidelse, hvilket især kan være problematisk for privatejede selskaber.

En anden årsag til at man ikke bare kan kopiere porteføljeselskabernes gearing, er at de ser ud til at have nogle finansielle fordele, som gør at forholdet mellem renten og gearingen er mere fordelagtig for dem jf. afsnit 9 om finansielle forhold i Del 2.

Den sidste detalje er de transaktionsomkostninger, som fremkommer i forbindelse med ændring af kapitalstrukturen. Skal den optimale kapitalstruktur findes og vedligeholdes, skal man huske at den kun forekommer, såfremt alle investorers afkast er maksimeret efter skat (Møller og Parum 1999). Dette er dog ikke et problem for kapitalfondene grundet deres koncentreret ejerskab og selskabsopbygning. Det kan derimod være en udfordring for børsnoterede selskaber med spredt ejerskab.

Da skatten i Danmark er ens for såvel udbytte som aktiegevinster, kan man umiddelbart som privat person være indifferent med, hvorvidt man får en kursstigning eller en dividende udbetaling. Ved en kursstigning kan investoren dog selv bestemme, hvornår gevinsten skal realiseres, og dermed hvornår denne skal beskattes. Denne udskudte skat er i princippet et rentefrit lån fra staten, hvorfor man kan vente på at der måske i fremtiden kommer et skattemæssigt godt tidspunkt at sælge. (Møller og Parum 1999) Derfor kan det skattemæssigt bedst betale sig at undlade udbetaling af dividende da aktionærerne kan foretage sin

⁴⁴ Dette er et argument for, at man bør benytte APV ved højt gearede virksomheder, da aktiverne diskonteres med cost of asset og renteskatteskjoldet ligeledes diskonteres med dette afkastkrav, da det dermed afspejler risikoen for, om selskabet kan benytte skatteskjoldet eller ej. (Koller, Goedhart og Wessels, Valuation 2010)

⁴⁵ Det skal bemærkes dette udtryk er taget fra Bain & Co.

egen dividende udbetaling ved at frasælge sine aktier. Dette er dog forbundet med transaktionsomkostninger, hvorfor det er sært at bestemme, hvorvidt en ændret pay-out ratio skaber værdi.

Der kan dog skabes værdi ved tilbagekøb af aktier såfremt aktierne er undervurderet, da det dermed teoretisk vil være relativt billigere at købe aktier tilbage end at udbetale dividende. Har man umiddelbart ikke likviditeten kan man optage lån, og udbetale det som dividende, hvis aktierne er overvurderet eller tilbagekøbe aktier, hvis de er undervurderet. For at man kan skabe det bedste afkast for sine investorer, skal alle disse overvejelser være tænkt igennem⁴⁶.

Michael Møller og Claus Parum⁴⁷ noterer ligeledes, at hvis skatten havde en så stor betydning, ville man på det danske marked nok have set større aktivitet på dette område i forbindelse med skattemæssige ændringer. (Møller og Parum 1999)

Udover de skattemæssige forhold kan der være væsentlige omkostninger i forbindelse med aktieemissioner. De kan foregå over flere måneder, hvor købskurs skal foreslås, investorer skal kontaktes, og er generelt forbundet med mange omkostninger. Et eksempel er Spar Nords aktieemission i marts 2012, hvor omkostningerne udgjorde 8,25%⁴⁸ af provenuet fra emissionen.

Derfor er det vigtigt, at ændringer i kapitalstrukturen ikke betragtes som en risikofri gevinst, da man alt andet lige skal huske at der ikke findes nogen "Free Lunch".

Når der er taget forbehold for de mere ekstreme gearinger og dermed kraftige nedbringelser af Cost of capital via renteskatteskjoldet, så er der dog alligevel noget værdi at hente for selskaber som ikke tidligere har haft fokus på denne del. Det formodes, at langt de fleste børsnoterede selskaber har været igennem denne proces omkring deres kapitalstruktur, siden man begyndte at lave rekapitaliseringer i USA i starten af 1990'ernes, netop for at lukke dette "Sweet spot" for kapitalfondene. Derfor henvender de næste anbefalinger sig mere til private selskaber.

Hvis selskabet har en stabil pengestrøm, eksempelvis fordi det har et godt produkt som de seneste år har vist sig at være en cash cow, kan selskabet stå med større pengestrømme end det kan investere i NPV positive projekter (Afkast over cost of capital). Her kan det sagtens være en mulighed at overveje om investorerne ikke var bedre tjent med at få nogle af deres penge tilbage, således de kan investeres andet

⁴⁶ Bemærk at dette kun vil skabe værdi hvis der er positiv rentespread

⁴⁷ Michael Møller og Claus Parum er henholdsvis Professor og Lektor i Finansiering på Copenhagen Business School

⁴⁸ http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Spar_Nord_Bank/article3005827.ece

steds. Især i tider hvor der er et stor rentespread, kan der være væsentlige værdier at hente. Er virksomheden forholdsvis sikker og man foretager en begrænset låntagning, så vil konkursrisikoen ikke ændres betydningsfuldt jf. Figur 2. Derfor kan det være fordelagtigt.

Samtidig har der tidligere været en konsensus om at opspare væsentlige frie reserver og investeret det i korte omsætningsaktiver, således de kan bruges i forbindelse med opkøb af nye virksomheder. Man har dog set, at der i større grad bliver benyttet aktier som betaling, hvorfor denne del af balancen bliver mindre relevant. Den sidste årsag er, at kredit rating forholdene i starten af det nye årtusinde faldt (Pozen 2007) (Shivdasani og Zak 2007), dvs. man marginalt ikke blev straffet ligeså hårdt på renten ved et fald i kreditvurderingen. Finanskrisen har utvivlsomt ændret disse forhold, men om forskellene er kommet op på tidligere tider niveau mangler, efter vores kendskab, endnu at blive undersøgt.

13.7 **Fleksibelt ejerskab: Vær klar til salg.**

En af kapitalfondenes allerstørste fordele er deres frekvens af transaktioner jf. afsnit om handel i Del 2. Umiddelbart betragtes denne meget kapitalfondsspecifik, men der er alligevel noget lærdom i deres tankegang og strategi, som andre selskaber med fordel kan benytte sig af.

Det kræver dog først og fremmest en ændring i mindsettet hos ledelsen og i kulturen hos de fleste selskaber. Ofte arbejder selskaberne ud fra en overbevisning om going concern, men måske skulle man i stedet overveje "fleksibelt ejerskab" (Barber og Goold 2009). Det betyder, at selskabet skal være klar til at sælge selv gode og sunde selskaber og divisioner, hvis det rette bud kommer. Dette kan ofte være svært, da det kan betragtes som et nederlag eller en fejl i strategien, at skulle afhænde dele af et selskab. (Gadiesh og MacArthur 2009). Årsagen til at ledelsen i selskaberne føler det på denne måde, kan forklares ved at ledelsen bag større selskaber og kapitalfonde typisk har forskellige baggrund. Som tidligere nævnt består kapitalfondspartnerne ofte af tidligere finansielle konsulenter eller investment bankers, hvis primære drivkraft er handel, imens topledelsen i større selskaber typisk er tidligere ledere af andre selskaber eller divisioner, hvis primære drivkraft er ledelse og drift af selskabet (Barber og Goold 2009).

Udover at have løbende fokus på om de er den rette ejer af aktiverne, har kapitalfonde succes med at tilpasse selskabet til den næste ejer. Dette skyldes, at de allerede i deres due diligence har gjort sig tanker om, hvordan virksomheden skal exittes. Denne overvejelse er ligeledes med til at definere hvilke strategiske tiltag kapitalfonden vælger at fokusere på, således virksomheden passer bedst muligt til den næste ejer. Denne overvejelse er i høj grad også relevant for andre virksomheder, især virksomheder som overvejer generationsskifte.

For at tilpasse virksomheden, skal man starte med at se, hvad der står på balancen. Eksempelvis vil selskaber typisk ikke købe penge for penge, hvorfor virksomheden ofte ikke bør have store mængder værdipapir i balancen. Det samme gælder bygninger, da deres afkastkrav ofte er væsentlig anderledes end driften, hvorfor de nye ejere måske ikke er interesseret i ejerskabet af disse. Dermed kan det betale sig at spalte balancen, således at værdipapirer og bygninger flyttes til andre selskaber, og så blot lade virksomheden bo til leje hos det nye selskab.

Ligeledes kan man overveje, hvorvidt f.eks. strukturen i virksomheden er den rigtige i forhold til en mulig strategisk køber. Såfremt strukturen bliver tilpasset kan det betyde at den kommende køber tillægger dette større værdi grundet synergieffekter eller omkostningsbesparelser ved en nemmere integrationsproces, hvorfor det er muligt at få en højere salgspris end stand-alone værdien.

Faktisk giver det fleksible ejerskab en fordel ift. kapitalfondene, da normale selskaber ikke behøver at sælge inden for en kortere defineret tidsperiode, men kan beholde divisionen, så længe den skaber en værdi over cost of capital for virksomheden.

Derfor bør selskabet altid, også selvom man er ene-ejer, betragtes som en portefølje af aktiver, og hele tiden vurdere om porteføljens samlede værdi er højere end værdien af aktiverne hver for sig. Det vil sige, at det selskabsejere kan lære af kapitalfondene er at have en mere investeringsorienteret tankegang til virksomheden.

14. Sørg for at skabe det rigtige team:

I starten af del 3 argumenteres der for kapitalfondenes fordel i forbindelse med tiltrækningen af dygtige eksterne erhvervsfolk, som ofte ikke er tilgængelig for den almene virksomhed. Selvom dette stadig menes at være sandt, er der alligevel meget i kapitalfondenes ledelsestankegang, såvel for bestyrelsen som ved direktionen, som virksomheder med fordel kan lære af.

Ved at indgå i bestyrelsen kan kapitalfondspartnerne effektivt overvåge ledelsen og hurtigt gribe ind, såfremt virksomheden ikke bliver drevet efter den strategiske plan. Derudover ønsker kapitalfondene at beslutningsprocessen skal være kortere, hvorfor bestyrelsen mødes oftere og er mindre end den typiske børsnoterede virksomhed. Samtidig lægger kapitalfondene stor vægt på at bestyrelsen skal have en mere aktiv rolle i virksomheden. Bestyrelsen skal ikke blot virke som kontrollanter af direktionen, men i langt højere grad virke som sparringspartner.

Med færre antal personer og det større samarbejde med direktionen er det vigtigt, at bestyrelsesmedlemmerne besidder de fornødne kompetencer til at løse de strategiske udfordringer, som

selskabet står overfor. Derfor bringer kapitalfondene ofte eksterne topfolk ind i bestyrelsen, der har branchekendskab eller specifik viden om de strategiske problemstillinger, som virksomheden møder. På denne måde sikres det ligeledes at bestyrelsen ikke består af for mange insiders, der måske har svært ved at træffe de hårde beslutninger. Det er derfor vigtigt, at skabe en god sammensætning af outsiders og insiders, således at der kommer objektive øjne på problemstillingerne, men samtidig bevare det indgående kendskab til selskabet.

Dette er noget mange danske virksomheder kan lære af. I langt størstedelen af de danske ejerledede virksomheder sidder der ikke en "professionel" bestyrelse bestående af kvalificerede eksterne medlemmer (Nykredit 2010). Dette kan især være problematisk, såfremt ejeren også er administrerende direktør, men ikke modtager professionel sparring fra kvalificeret side. I samme undersøgelse peges der på, at en mulig årsag til det lave antal professionelle bestyrelser, kan være at ejerne ikke har økonomisk værdiskabelse som hovedformål med ejerskabet, men snarere selve driften af virksomheden. At få lov til at bestemme selv og træffe beslutningerne kan derfor veje højere end den økonomiske værdiskabelse (Nykredit 2010).

Empirisk har en undersøgelse fra PWC fra 2007 vist, at samarbejdet mellem bestyrelsen og ledelsen i større danske selskaber ikke er godt nok. Undersøgelsen viser, at 44% af de administrerende direktører hellere vil bruge eksterne konsulenter til sparring end deres bestyrelse, og kun 35% mener at man kan bruge bestyrelsesformanden aktivt. Samme undersøgelse viser også, at der ikke er ordentlig styr på hinandens kompetencer, da kun 40% mener at vide, hvad de andre er særligt dygtige til (PriceWaterhouseCoopers 2007). Derfor ligner det at danske selskaber med fordel kan lære af kapitalfondenes fokus.

Fordelen ved at have en dygtig og kompetent bestyrelse er, at man bl.a. kan spare omkostninger til konsulenter, da det er både hurtigere og billigere at benytte personer som allerede er bekendt med virksomhedens strategi, og hvis formål faktisk er at sørge for den strategiske udvikling er på plads.

Mindre tid på formelle processer, mere på strategi.

Hvis man derfor vælger at tilføre en mere professionel bestyrelse til virksomheden, er det vigtigt at få samarbejdet mellem bestyrelsen og direktionen til at fungere gnidningsfrit. For at dette kan lade sig gøre, skal man have nogle klart definerede arbejdsområder, som beskriver hvilket ledelsesorgan der tager sig af hvad.

I de danske Corporate Governance anbefalinger står der følgende om selskabets øverste ledelsesorgan:

"Det er det centrale ledelsesorgans opgave at varetage den overordnede og strategiske ledelse af selskabet. Det centrale ledelsesorgan skal fastlægge selskabets strategiske mål og sikre, at de nødvendige

forudsætninger for at nå disse mål er til stede i form af såvel finansielle som kompetencemæssige ressourcer, samt sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed” (Komitéen for god selskabsledelse 2011)

Derfor er det vigtigt at bestyrelsen fokusere på denne opgave, og lader den udpegede direktionen om at lede den daglige drift af selskabet. Ved at have denne klare distance mellem hvad ledelsen og bestyrelsen tager sig af, undgår man ligeledes problemstillinger som kunne opstå i forbindelse med at bestyrelsen tager beslutningskraften fra direktionens medlemmer, hvilket kan give en demotiveret direktion.

Omvendt skal man i børsnoterede selskaber passe på, at det ikke bliver direktionen som alene står for den overordnede strategiske ledelse, da fokus dermed forsvinder fra den daglige drift. I 50 % af de adspurgte virksomheder er det den administrerende direktør som står for dagsorden og har en dominerende rolle på bestyrelsesmøderne. Formanden har en mere sekundær rolle som opsamler på hovedpunkter og konklusioner (PriceWaterhouseCoopers 2007). Dette kan være problematisk, da bestyrelsens vigtigste opgave faktisk er at udøve kontrol af direktionen, for at sikre denne arbejder i ejernes interesser.

”Det øverste ledelsesorgans væsentligste opgaver er at ansætte en kompetent direktion, at fastlægge direktionens opgaver, ansættelsesforhold og arbejdsdeling samt at sikre klare retningslinjer for ansvarlighed, planlægning og opfølgning samt risikostyring. Det er det øverste ledelsesorgans opgave at udøve kontrol med direktionen og at fastlægge retningslinjer for på hvilken måde, denne kontrol skal udøves”. (Komitéen for god selskabsledelse 2011)

Årsagen til dette forhold, kan måske forklares med at bestyrelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber typisk ligeledes selv besidder en ledelsesstilling i et stort selskab. Derfor er deres tid væsentlig begrænset, hvilket gør at nogle forfalder til blot at følge direktionens anbefalinger fremfor mere kritisk selv at komme med forslag (Hass og Pryor IV 2009).

Er virksomheden stor nok, kan der derfor argumenteres for at bestyrelsesmedlemmerne bør være professionelle bestyrelsesmedlemmer, altså at de er bestyrelsesmedlemmer på fuld tid, således at de kan bevare deres fokus på bestyrelsesarbejdet. En anden mulighed er at give bestyrelsen nogle incitamenter til at engagere sig i selskabet, dette kan være tildeling af aktier eller lignende. En yderligere diskussion af incitamenter kommer i et senere afsnit.

Direktion:

Kapitalfondene har ikke kun fokus på bestyrelsessammensætningen og dennes opgaver, men også på hvorvidt direktionen er optimalt sammensat.

I en undersøgelse foretaget af AxialMarket i 2012 (AxialMarket 2012), fremgår det at kapitalfondene primært lægger vægt på den administrerende direktørs erfaring, og ikke eksplicit en speciel karrierevej eller uddannelse (som måske overraskende scorede absolut lavest). Vores bud på en forklaring er, at kapitalfondene fokuserer mere på at få det gjort, end hvordan det bliver gjort.

Kapitalfonde søger en ledelse som forstår deres generelle budskaber om værdiskabelse, er omstillingsparat og kan gøre det hurtigt (SpencerStuart 2006). Grundet kapitalfondenes forholdsvis korte ejerskab har de ikke tid til, at alt for mange nye ledere skal lære virksomheden at kende, hvorfor de ligeledes aktivt søger efter ledelsespotentiale i virksomhedens eksisterende medarbejdere (Morgan Stanley 2008) (Gadiesh og MacArthur 2009).

Dette bekræfter ligeledes ved, at den siddende ledelse foretrækkes frem for ansættelse af ny (AxialMarket 2012), hvilket må tilskrives direktørens viden om virksomheden, altså at bevarelsen af indgående kendskab til virksomheden er i højsædet.

En af diskussionerne omkring værdiskabelsen af kapitalfonde var om de udnyttede asymmetrisk information fra den overtagne ledelse. Ved det menes som sagt, om den daværende ledelse bevidst tilbageholdte projekter, til hvis selskabet en dag blev overtaget af en kapitalfond, hvorved ledelsen dermed kunne skabe en højere værdi for dem selv. Udover at der ved kvalitative argumenter er forsøgt at afvise denne generelle tese, så bør man ligeledes tænke over, hvis det var tilfældet. Da ville det betyde, at selskabet ikke havde en god nok incitamentsplan, hvorfor selskabet ikke var god nok til at udnytte ledelsens talent.

Dette er dermed en god lektie for virksomhedsejere, da de måske allerede har en dygtigt ledelse, men incitamenterne er for dårlige eller virksomheden er for bureaukratisk i forbindelse med beslutningsprocessen.

Samlet set mener vi at man kan lære følgende af kapitalfondene omkring skabelsen af det rette team. Sammensæt en kompetent værdiskabende bestyrelse, som ikke blot er familiemedlemmer, venner eller advokaten, men indsæt derimod en blanding af interne og eksterne folk, som kan være med til at se virksomheden med andre øjne, og kunne træffe nogle af de lidt sværere beslutninger.

Sørg for at bestyrelsen består af medlemmer med såvel generelle men også specifikke kompetencer, der passer til netop de problemstillinger som virksomheden står overfor. Derudover er det vigtigt, at bestyrelsen står for den overordnede strategiske udvikling, imens direktionens primære opgave består i at udføre den strategiske plan og den daglige drift. Bestyrelsen skal udstille nogle retningslinjer og modtage

løbende rapporter om virksomhedens performance, men skal lade ledelsen have beslutningskræften, da der ellers risikeres en demotiveret ledelse. Derfor skal bestyrelsen i langt højere grad fungere som

15. Incitamentskontrakter – betal for performance:

Dermed er vi kommet til sidste punkt i det selskaber kan lære af kapitalfundsmodellen. Når kapitalfonde køber et selskab, er det ikke kapitalfondspartnerne der personligt går ind og driver selskabet. Kapitalfondspartnerne er med til at finde de værdiskabende områder, udarbejde strategien og scorecardet og selve handlen af selskabet, men selve udførelsen af strategien og den daglige drift, udføres af ledelsen og medarbejderne i porteføljeselskabet. Derfor er det utroligt vigtigt for kapitalfonden, at disse personer er udstyret med de rette incitament, for at nå de ønskede mål.

Her har kapitalfondene en fordel i forbindelse med motivering af ledelsen. Dette skyldes som sagt at de kan knytte deres incitamentskontrakter op til salgsprisen. Derfor kan de overholde de generelle anbefalinger for en god og simpel incitamentskontrakt, som er kongruens (ensretning af interesser mellem ledelsen og kapitalfonden), kontrollerbar (overensstemmelse med medarbejderens performance og den aflønning der gives), og simpel (nemt for alle at forstå, hvordan værdien skal skabes). Derudover skal incitamentskontrakten være upåvirket af regnskabsmæssige tiltag (Petersen og Plenborg, Financial Statement Analysis 2010). Desuden har kontrakterne sikret et fokus på mellemlang sigt grundet tiden til salg, samt at ledelsen bliver straffet for dårlig performance.

Derudover giver kapitalfondene ikke store fratrædelsesordninger til den øverste ledelse i tilfælde af firing, som det ellers kendes fra de større børsnoterede selskaber. Argumentet for de store fratrædelsesordninger, er en mulighed for de børsnoterede selskaber at tiltrække de bedste medarbejdere. Dette argument holder dog ikke, da kapitalfondene på trods af at de ikke giver disse fratrædelsesordninger, stadig tiltrækker dygtige ledere, grundet den store andel af variabel løn. (Lobel 2009). Det må alt andet lige bedre kunne betale sig at betale for den gode performance frem for at belønne den dårlige, hvorfor man i stedet hellere skulle give en større variabel løn. (Pozen 2007)

Selvom kapitalfondene qua deres forretningsmodel har disse komparative fordele ift. incitamentskontrakter, er der dog en række punkter som man sagtens kan lære af.

Først og fremmest handler det for kapitalfondene om at optimere shareholder value. Denne optimeres bedst så længe shareholder value også er ledelsens value. Derfor skal man forsøge at skabe en stemning af ejerskab med projektet og dette gøres nemmest ved at gøre ledelsen til ejere.

Generelt differentieres der mellem to typer incitamenter. Den ene bindes op på virksomhedens værdi (aktier) – typisk mere langsigtet, mens den anden linkes med løbende performance gennem nøgletal (bonusaflønning) – kortsigtet.

Aktieaflønning:

Den nemmeste måde for andre virksomheder at kopiere kapitalfundsmodellen er at give ledelsen aktier, således at de også bliver til ejere. På denne måde oplever ledelsen både upside og downside effekten af dens beslutninger. Det kræver dog, at der bliver taget forbehold, så det ikke er muligt at sælge aktierne indenfor en bestemt tidsperiode, således at det langsigtede incitament bibeholdes. Det er dog ikke tilrådeligt at give aktier til medarbejdere under ledelsen, da disse ofte ikke kan indvirke på aktiekursen. For at incitamentet skal fungere skal der være sammenhæng mellem performance og aflønning, og dette ikke tilfældet vil incitamentet være virkningsløst.

En anden mulighed er at udstede aktieoptioner (Warrants). Fordelen ved optioner er, at de bliver bundet op på en fremtidig aktiekurs, og optionen dermed kun ville være noget værd, hvis man havde øget aktiekursen over perioden. Problemet med optioner er, at de alt andet lige bliver mere værd ved en øget risiko⁴⁹. Er optionen deep out of the money vil det for optionholderen bedst kunne betale sig at øge risikoen for selskabet. Derfor skal man som ejer være påpasselig med tildeling af optioner.

Både tildeling af aktier og optioner kan være problematiske for private virksomheder, da deres kapitalandele ikke handles på børsen. Som tidligere nævnt gælder dette for langt den største del af de danske selskaber. Har man derfor ikke noterede kapitalandele skal man finde nogle alternative metoder til at skabe ejerforannelserne. Den umiddelbare metode var at få et eksternt selskab til at forestå vurderingen, hvis virksomheden er stor ville omkostninger hertil være givet godt ud. En anden måde er at linke performance og belønning sammen. Nedenstående vil være et forslag til, hvad man skal være særligt opmærksom på, når man skal designe en bonusaflønning.

En god måde at imødekomme mange af de ovenstående krav til en god incitamentskontrakt er ved at linke bonusaflønningen til Scorekortet. På den måde er alle klar over hvad og hvordan der bliver målt. Samtidig sikrer ejerne af aflønningen sker i overensstemmelse med udførelsen af den planlagte strategi, da Scorekortet bør indeholde såvel kort- som langsigtete strategier. (Hass og Pryor IV 2009).

⁴⁹ Øges volatiliteten i formlen for optioner, vil værdien stige, da der er større mulighed for at den bliver mere værd.

Der er dog stadig en række variable, man skal være opmærksom på i forbindelse med udarbejdelse af bonusaflønningen. Dette afsnits formål er derfor ikke en udtømmende liste af muligheder, men er at forsøg på baggrund af kapitalfondenes ensretning af interesser, at beskrive hvordan vi kunne forestille os en aftale, lignende den kapitalfondene laver med ledelsen, syntetisk kunne laves og dermed opnå de samme fordele som kapitalfondene har.

Når man taler om incitamentsaflønning vil det være en sondring mellem andelen af fast løn og andelen af variabel løn. Hvordan denne bedst er sammensat, afhænger af personens risikopræferencer. Mennesker vurderer risiko forskelligt, hvorfor de dermed ikke anser samme risikofyldte indtjening som værende af samme værdi. Uden incitamentskontrakter eller aktier ville ledelsen få en fast løn uanset performance. Derfor skal incitamentskontrakter udformes således at de giver det retvisende billede af medarbejderens performance. Dog er det ikke nødvendigt at holde den faste løn på samme niveau som tidligere, da dette må formodes i forvejen at være nok til at fastholde denne.

Da alle mennesker er forskellige er det svært at lave enslydende incitamentskontrakter. Dette kan man nogle gange glemme, hvorfor ændringer i de underliggende faktorer faktisk ikke har den virkning, som man regner med. Derfor vil det optimale være at tilpasse kontrakten i hvert enkelt tilfælde, så den passer til den enkelte medarbejder. Dette er dog omkostningstungt, hvorfor man alternativt kan lave forskellige kontraktmuligheder med forskellig andel af variabel løn. Dette kendes bl.a. fra investeringen i pensionsmidler, hvor kunden ofte bliver spurgt om dennes risikopræferencer og herefter har valget med nogle alternativer.

For at en bonusaftale skal fungere skal den være kontrollerbar, dvs. man skal selv kunne påvirke resultatet som måles. Derfor burde man alene belønnes for den arbejdsindsats som udføres. Da arbejdsindsatsen i mange tilfælde kan være påvirket af eksterne faktorer, skal dette ideelt set korrigeres herfor. Rensning for eksterne forhold kan dog være kompliceret, da der i mange tilfælde må vurderes om det overhovedet er muligt. Det vigtigste er dog, at man kan påvirke nøgletallet, for hvilket bonusaftalen er linket op på. Er dette ikke tilfældet, kan man ikke skabe den rette motivation. Samtidig skal man være påpasselig med at binde bonusaftaler op på subjektive mål, da dette kan medfører konflikter og dermed have den modsatte effekt end intentionen. Generelt anbefales nogle simpelt målbare nøgletal, således hverken agenten eller principalen bagefter er i tvivl om performancemålet, målingen heraf, og dermed hvornår bonussen udløses.

Måling

Næste punkt i dannelsen af incitamentskontrakten er, hvordan resultatet skal måles. Det vigtigste er, at ledelsen kun skal belønnes for at skabe værdi til ejerne. Derfor skal man sikre at ændring i regnskabspraksis

ikke udløser en øget aflønning. Hvis aflønningen eksempelvis er afhængig af EBIT, kan ændringer i afskrivningsgrundlaget gøre at overskudsgraden ser bedre ud. Et andet eksempel er brug af EPS (earnings per share) som måltal.

For de selskaber, som har noterede aktier, er EPS et typisk aflønningsmål (Hass og Pryor IV 2009). Dette virker umiddelbart som et godt mål, da det fortæller hvilken øget værdi man som aktionær har fået af

$$\text{Aktie værdi} = \frac{\text{Divende}}{(r_e - g)} = \frac{\text{EPS} * \text{Payout ratio}}{(r_e - g)}$$

selskabet.

Problemet med EPS er, at det er muligt at øge indtjeningen pr. aktie uden det skaber værdi for aktionærerne. Denne problemstilling følger samme argumentation som, hvorfor EBITDA kan stige uden man øger ROIC. Da EPS ikke tager højde for den investerede kapital, kan man blot optage et lån og købe en virksomhed som ikke skaber økonomisk profit, men alt andet lige øger indtjeningen. På den måde har man skabt en højere indtjening ved samme antal aktier, men destrueret værdi for sine aktionærer, hvorved man bliver belønnet for at tage dårlige investeringsbeslutninger. En anden måde at øge EPS er ved at købe aktier tilbage. Dette vender tilbage til diskussionen omkring ændring af kapitalstruktur, som vi tidligere så havde en begrænset værdiskabelse. Ledelsen har dog nogle væsentlige incitamenter til at tilbagekøbe aktier, da indtjeningen ikke umiddelbart vil blive påvirket, men ændringen af forholdet mellem gæld og egenkapital har gjort, at der er færre aktier, hvorfor EPS stiger. Teoretisk vil tilbagekøb af aktier kun give værdi, såfremt aktierne i markedet er undervurderede, da det dermed er relativt billigere at købe aktierne frem for udbetaling af dividende. Derfor er EPS ikke et tilrådeligt måltal. (Petersen og Plenborg, 2010)

Ovenstående illustrerer, at det er vigtigt at vælge målemetoder, der ikke er regnskabsmæssigt manipulerbare. Vælges resultatmål der er påvirkelig af regnskabspraksis bør man eksplicit i kontrakten gøre opmærksom på at ændring i disse enten vil medføre genforhandling af kontrakt eller at beregning af bonus foregår på baggrund af den på tidspunktet for kontraktens indgåelse gældende regnskabspraksis.

EVA kan derimod i stedet være at foretrække, da den modsat EPS, viser sammenhængen mellem den investerede kapital og indtjeningen.

Der er dog også problemstillinger, der skal tages højde for ved brug af EVA. Bruger man EVA som et historisk en-periodes mål, kan man komme i en situation hvor ledelsen vælger at tilbageholde investeringer, da afkastet af denne ofte ikke kommer med det samme, hvorfor resultatet ser dårligere ud. Det sidste problem er hvis man befinder sig i dårlige tider generelt på markedet. Dermed kan det være svært at opnå en ROIC > Cost of Capital. Derfor kan man i stedet bruge EVA som en fremtidsmåling, på baggrund af de tilbagediskonterede fremtidige estimerede EVA'er (MVA). Problemet ved denne metode er,

at den alt andet lige beror sig på beregnede afkast- og estimeringsmål, hvilket i sidste ende må betragtes som subjektive og usikre.

Derfor er bedste incitamentskontrakt efter vores mening, den som linker til scorekortet. Ved at nøgletallene i scorekortet skal balancere, betyder det at man kun bliver belønnet såfremt alle nøgletallene er i orden, og scorekortet dermed er i balance. Har man derfor lavet en god afvejning af langsigtede og kortsigtede mål, så bør scorekortet tage højde for de fleste problemstillinger, samt at bonussen kan være en afvejning af de enkelte nøgletal.

Problemstilling omkring opnåelse af økonomisk profit i lavkonjunkturer kan imødegås ved at have forskellige afkastkrav alt efter, hvor i konjunkturen man befinder sig. Den amerikanske virksomhed John Deere har benyttet sig af dette, og har sat tre afkastsmål, høj, middel og lav, alt efter konjunkturen (Hass og Pryor IV 2009).

Hvem skal have incitamenter

Incitamentskontrakter bør ikke udelukkende være forbeholdt direktionen, men kan med fordel uddeles til alle medarbejdere. Dog er det vigtigt at holde udgifterne ved dette for øje. I første omgang kan incitamentskontrakter uddeles til de medarbejdere, der har ansvaret for og indflydelse på opnåelse af mål i forbindelse med scorecardet. I de tilfælde, hvor det kan være svært og dyrt at dokumentere den enkelte medarbejders arbejdsindsats i forbindelse med opnåelse af målet, må man søge alternative veje. Opnåelse af mål kan f.eks. afhænge af et projektshold samlede udførsel af en opgave, hvorfor man med fordel kan tildele bonus til holdet som helhed. Dette bidrager til løsningen af problemet omkring free-ridere, da man alt andet lige må forvente at medarbejderne har mindre incitament til at skuffe sine kollegaer, hvorfor en ordentlig indsats forventes at blive leveret.

Til sidst kan man diskutere, hvorvidt bestyrelsen skal have incitamenter eller ej. Det er vores klare vurdering at dette er at foretrække. Ved indførelse af incitamenter sikrer man at bestyrelsen går mere kvalitativt til deres arbejde, og de dermed vil udgå de problemstillinger, som blev præsenteret under bestyrelse om free-riding på direktionens beslutninger. Dog skal man være opmærksom på at påvirkningen af resultatet er indirekte, hvorfor resultatmålet alene bør være overordnet. Derfor vil det bedste incitament være at kræve de selv investere en del i aktier, imens aflønningen efterfølgende ligeledes beror på yderligere aktier.

Ovenstående har fokuseret meget på kvantitative mål, men for en ledelse er det ligeså vigtigt at blive bedømt på hvordan omverdenen opfatter virksomheden, ligesom hvordan medarbejderne opfatter ledelsen. Derfor kan man give en andel af bonussen på baggrund af disse kvalitative mål, som eksempelvis

kan komme af spørgeskema undersøgelser en eller flere gange om året. Belønningen bør dog ikke foretages med mindre ledelsen som minimum har noget de finansielle mål.

Syntetisk kapitalfonds incitaments model:

Det vigtigste for kapitalfonde er, at ledelsen skal medinvestere i virksomheden, hvorfor de påvirkes af såvel positive som negative resultater i forbindelse med ejerskabet. Den samme situation kunne man opstille for private virksomheder, selvom de ikke umiddelbart har planer om at blive solgt, hvorfor aktierne kan have mindre værdi på den mellem lange bane.

Derfor vender det tilbage til vores ønske om at skabe en syntetisk kapitalfundsmodel⁵⁰

Ideen er at incitamentskontrakten oprettes på baggrund af scorecardet. Dermed aflønnes ledelsen, såfremt denne overholder de overordnede strategier. Inden incitamentskontrakten træder i kræft, forpligter ledelsen sig til at indskyde kapital i virksomheden ved køb af aktier/anpartar. Beløbet som indskydes svarer ligeledes til en start saldo i en slags intern bonusbank. Herefter aftales at "kontoen" er uopsigelig i 3 til 7 år, medmindre selskabet skulle blive frasolgt, hvor man blot vil modtage sin berettigede andel af selskabet jf. aktierne.

For at tilsikre at man både har fokus på den kortsigtede drift og den langsigtede værdiskabelse, aftales der at såfremt målene opnås i et år udbetales en fast andel, eksempelvis 1/3 af det optjente, imens resten bliver i bonusbanken. Klarer man sig dårligere fratrækkes hele det negative beløb fra kontoen.

Ved udløb af kontrakten kan selskabet og ledelsen genforhandle kontrakten eller udbetale saldoen (tilbagekøbe aktier), som dermed vil svare til de indskudte værdier + de løbende ændringer. Har man i perioden klaret sig dårligt vil saldoen blive mindre, mens den vil være større hvis man klaret sig godt.

Denne model har dermed kongruens pga. linket mellem scorekortet og det personlige indskud, kontrollerbart da ledelsen er den overordnede ansvarlige for nøgletallene i scorekortet optimeres. Simpelt målbart ved at alle har en klart defineret aftale om hvad der skal gøres, hvordan det skal måles og hvad målet skal være. Det korte og langsigtede mål holdes såfremt at scorekortet indeholder dette og bonus afhænger af opfyldelsen af begge mål. Den regnskabsmæssige påvirkning afhænger af resultatmålet.

⁵⁰ Der gøres særligt opmærksom på at et anderledes men dog lignende eksempel præsenteres af (Petersen og Plenborg, Financial Statement Analysis 2010).

Del 3 – Delkonklusion

Kapitalfondene har nogle fordele, som er svære at kopiere direkte for almindelige virksomheder, både private og børsnoterede. Dog er der en række dele af kapitalfundsmodellen, som man alligevel kan benytte sig af, i stedet for at give hele værdien til kapitalfondene. Den første del handler om, at fokusere på økonomisk profit fremfor regnskabsmæssig profit. Derfor er cost of capital nævnt som et af de vigtigste mål for virksomheden. Problemet med cost of capital er, at denne er svær at estimere for private selskaber, hvorfor der blev præsenteret nogle forslag til estimering af denne. Derudover skal man sikre, at virksomheden forstår hvor værdiskabelsen opstår og være opmærksom på fordelingsproblematikken omkring indirekte omkostninger. Da selskaber i dag i langt højere grad er mere service- end produktionsorienteret, er de største omkostninger indirekte, hvorfor en forkert fordeling giver et forkert billede. Når man har sikret et ordentlig overblik, kan man dermed også definere den overordnede strategi. Her anbefales det at fokusere på lange og korte mål, men kun vælge 3-5 kerne projekter, da det ellers vil kunne blive uoverskueligt og således indsatsen er koncentreret om disse mål. Fokus skal være på likviditeten, gennem nedbringelse af pengebindinger, fleksibelt ejerskab, der gør det muligt løbende at vurdere om man er de rette ejere og en salgsmodningsproces, som gør virksomheden mere attraktiv for andre købere. Samtidig bør man fokusere mindre på optimering af kapitalstruktur, da kopiering af kapitalfondenes gearing i langt de fleste tilfælde ikke er tilrådelig. Derimod skal man vurdere, om det kan betale sig at udbetale nogle af reserveverne, da de sikre pengestrømme kan være anbefalelsesværdige. Til sidst afhænger meget af virksomhedens performance af det team, der omgiver virksomheden. Bestyrelsen skal være mindre og mødes oftere, ligesom de i langt højere grad skal være samarbejdspartnere end kontrollanter. Bestyrelsen skal lægge strategien og direktionen skal udføre den, hvilket betyder at den daglige beslutningskraft ligger hos direktionen. For at få det hele til at fungere, kan man med fordel give incitamenter, som sikrer at såvel direktionen som bestyrelsen har både en up- & en downside ved virksomheden. For børsnoterede løses det bedst ved aktier og for private kan man alternativt benytte en syntetisk kapitalfunds metode, som knytter incitamentsprogrammet med et scorecard.

Konklusion:

Baggrunden for kapitalfunds metoderne skyldes at en lang række virksomheder ikke blev drevet med fokus på shareholder value. Derfor har kapitalfondene sammensat en række metoder som har fokus på netop denne problemstilling. Kapitalfondene skaber generelt værdi på 4 forskellige måder. Den første handler om at optimere selskabet operationelt. Det betyder, at de generelt skal øge selskabets totale indtjening. Dette gøres ved såvel strategiske tiltag som ved omkostningsminimerende strategier. Derudover fokuserer kapitalfonde langt mere på økonomisk profit end regnskabsmæssige resultater. Især pengestrømme er en

vigtig del af deres strategi, da det vigtigste nøgletal for kapitalfonden er, hvad de tilbagebetaler til deres investorer. Kapitalfondspartnerne har typisk en baggrund fra den finansielle verden hvorfor de samtidig har nogle finansielle fordele i forhold til såvel forhandling af renten, gearing og covenants. Derfor køber kapitalfondene ofte højtgearedede selskaber, da de har mulighed for at finansiere selskabet billigere. Samtidig har kapitalfondene i forbindelse med deres due diligence fundet områder i selskabet, deriblandt frasalg af ulønsomme aktiviteter og optimering af arbejdskapitalen, som er med til at skabe de pengestrømme, der skal til for at afbetale gælden udenfor resultatopgørelsen.

For at alt dette kan lade sig gøre, indsætter kapitalfondspartnerne sig selv i bestyrelsen, samtidig med at de tilknytter kompetente erhvervsfolk til selskabet. Hele kapitalfundsmodellen bygger på, at alle de involverede parter selv har indskudt personlige midler, således de både har en upside og en downside. Udover den driftsmæssige optimering, de finansielle fordele og den bedre governance, har kapitalfondene ligeledes en markedsrettet fordel, da de har en forholdsvis høj frekvens af salg og at de allerede i forbindelse med deres due diligence har overvejet, hvilke selskab skal købes, hvad skal der gøres, hvordan skal det exits og til hvem. Ved at have strategien på plads fra starten sikre man, sammen med den finansielle sikkerhed investorerne giver, ro og fokus på optimering af selskabet.

Generelt ser det ud til at kapitalfundsmodellen er en god metode til at skabe værdi såvel internationalt som i Danmark. Samtidig ligner det, at der i høj grad skabes nogle operationelle forbedringer i virksomhederne, og at udviklingen igennem finanskrisen generelt har været positiv såvel absolut som relativt sammenlignet med peers. Resultaterne drives af såvel de 25% bedste, som generelt har haft en positiv udvikling såvel absolut som korregeret for peers. Samtidig har de mellemste 50% i de fleste undersøgelser om end ikke absolut så relativt ift. peers klaret sig bedre. Derfor betragtes resultaterne generelt som robuste.

Undersøgelsen viser at den operationelle forbedring primært drives af balance optimeringer og måske i mindre grad en omsætningsforøgelse. Derimod ligner det ikke at kapitalfondene har haft større fokus på omkostningsminimeringer end andre selskaber i markedet. På balancen er det især lykkedes at nedbringe pengebinderne og øge omsætningsheden af arbejdskapitalen. Kapitalfondene har haft en bedre udvikling i deres medarbejderstab end deres peers, ligeledes der heller ikke ses tegn på at kapitalfondene har afviklet selskaberne i løbet af perioden, hvilket tyder på at de har mere fokus på fremtidig investering end afvikling.

Den finansielle undersøgelse viser, at porteføljeselskaberne betaler i gennemsnit den samme rente som deres peers, ved en højere gearing. Samtidig har porteføljeselskaberne en statistisk større sandsynlighed for konkurs, hvilket kombineret med den højere gearing burde betyde en højere rente, hvorfor det ligner de har nogle finansielle fordele på det danske marked. Danske kapitalfonde følger generelt governance

trenden som internationale kapitalfonde gør brug af, ved at indsætte sig i bestyrelserne og dermed udøve aktivt ejerskab. Det kan ikke afvises at kapitalfonde har nogle markedsmæssige fordele. Der er indikationer om at kapitalfondene køber i tider, hvor lånerenten er relativ billigere end egenkapitalen, men udnyttelsen af asymmetrisk information i forbindelse med overtagelsen af den gamle ledelse kan ikke understøttes.

Selvom kapitalfondene har nogle specifikke forhold omkring deres investorer og netværk, er der dog en række punkter som almindelige selskaber med fordel kan benytte, i stedet for alternativt at give værdien videre til kapitalfonden. Det første handler om at skifte fokus fra regnskabsmæssige resultater til økonomisk profit. Har man denne tilgang til alle projekter, sikrer man at værdien for aktionærerne maksimeres. For at finde de urentable dele af virksomheden bør man vurdere, om man er god nok til at fordele omkostningerne. Dette gælder særligt de indirekte omkostninger, som især i servicebranchen er de alt dominerende. Har selskabet en mere eller mindre arbitrær fordeling, kan det risikere at tage nogle forkerte beslutninger. Samtidig skal man som virksomhedsejer især fokusere på likviditeten, da der kan ligge væsentlige værdier gemt i en dårligere styring af arbejdskapitalen. Samtidig kan man have urentable dele af virksomheden eller blot områder, som kunne være mere værd for en anden end virksomheden selv. Derfor bør man ændre fokus fra going concern til fleksibelt ejerskab. Dette gør samtidig også, at man bør overveje mulighederne for, hvordan man ønsker at frasælge dele eller hele virksomheden. Hvis man allerede har gjort denne klar til salg, kan der ligge en god fortjeneste i delingen af de fremtidige synergier, som ligger i at selskabet er nemmere at integrere for en fremtidig køber. Omkring kapitalstrukturen bør man alene overveje om virksomheden er på et stadie, hvor den har opsparet væsentlige reserver og har stabile cash flows, hvorfor det kunne være optimalt at betale nogle af pengene tilbage. Derimod anbefales det ikke at øge gearingen på samme måde som kapitalfondene, da de har nogle fordele såvel på den billigere finansiering, men også et bedre sikkerhedsberedskab gennem deres investorer. Dog bør selskaber sørge for at bruge bestyrelsen mere aktivt. Sørg for at have en kompetent og værdiskabende bestyrelse, hvis formål er at være direktionssparringspartner, og sørge for den langsigtede strategi. Dermed kan direktionen stå for den daglige drift. Til sidst er den allervigtigste lærdom fra kapitalfondene at skabe en følelse af ejerskab af virksomheden. Derfor bør alle, som har mulighed for at påvirke de overordnede nøgletal have ejerandele, eller i det mindste nogle incitamentskontrakter, som virker på samme måde. Dermed vil alle beslutninger påvirke dem såvel positivt som negativt, og det sikre man ensretter ledelsens og ejernes interesser om skabelse af shareholder value.

Litteraturliste

Ugebrev for bestyrelser. »PE-fonde har succes på "dygtigere ledelse".« Oktober 2006.

Achleiter, Ann-Kristin, Katharina Lichtner, og Christian Diller. *Value Creation in Private Equity*. Capital Dynamics, 2009.

Aigner, Philipp, Stefan Albrecht, Beyschlag Georg, Tim Friedrich, Markus Kalepsky, og Rudy Zagst. »What drives PE? Analyses of succes factors for private equity funds.« *The Journal of Private Equity*, u.d.

Altman, Edward. »Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and Zeta-models.« 2000.

AxielMarket. »What do private equity firms look for in a CEO.« 2012.

Bain & Company. *GLOBAL PRIVATE EQUITY REPORT 2012*. Bain & Company, 2012.

Barber, Felix, og Michael Goold. »The Strategic Secret of Private Equity.« *Harvard Business Review*, 2009.

Bellera, Carine A. , Marilyse Julien, og James A. Hanley. »Normal Approximations to the Distributions of the Wilcoxon.« *Journal of Statistics Education*,, 2010.

Bellera, Carine A., Marilyse Julien, og James A. Hanley. »Normal approximations to the distributions of the Wilcoxon statistics: Accurate to what N?« *Journal of Statistics Education* , 2010.

Brealey, Richard, Stewart Myers, og Franklin Allen. *Principle of Corporate Finance*. 2008, u.d.

Bruner, Robert F., Kenneth M. Eades, Robert S. Harris, og Robert C. Higgins. *Best Practises in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*. Financial Practice and Education , 1998.

Bushrod, Lisa. »European Venture Capital Journal.« *Artikel fundet via Ebsco*. September 2004. www.evcj.com.

Büning, Herbert, og Thorsten Thadewald. »Jarque–Bera Test and its Competitors.« *Journal of Applied Statistics*, 2007.

CEBR. *Private equity i Danmark*. Centre for Economic and Business Research, 2008.

Chew, Don, og Steve Kaplan. »Private Equity: Past, Present, and future.« *A Morgan Stanley Publication*, 2007.

Cumming, Douglas, Donald S. Siegel, og Mike Wright. »Private equity, leveraged buyouts and governance.« *Journal of Corporate Finance*, 2007.

Davis, Scott J. »Would Changes in the Rules for Director Selection and Liability Help Public Companies Gain Some of Private Equity's Advantages?« *The University of Chicago Law Review*, 2009.

Elson, Raymond J. »Carried Interest: What is it and how should it be taxed.« *CPA Journal*, 2007.

Ernst & Young. *Return to warmer waters - How do private equity investors create value*. Ernst & Young, 2011.

Fernandez, Pablo, Javier Aguirreamalloa, og Luis Corres. »Market Risk Premium used in 28 countries in 2012.« 2012.

Gadiesh, Orit, og Hugh MacArthur. *Kapitalfonde - Hvad kan virksomheder lære af dem*. Harvard Business Press, 2009.

Gong, James Jianxin, og Steve Yuching Wu. »CEO Turnover in Private Equity Sponsored Leveraged Buyouts.« *Corporate Governance: An International Review*, 2011.

Gottschalg, Oliver. *Private Equity: Finding Alpha 2.0*. HEC, 2011.

Groh, Alexander, og Oliver Gottschalg. »The Risk-Adjusted Performance of US Buyouts.« 2006.

Hass, William J., og Sheperd G. Pryor IV. »What public companies can learn from Private Equity: Pursue the Value Journey.« 2009.

Huse, Morten. »The Value Creating Board.« 2007.

Haarmeyer, David. »Private Equity - Capitalism's misunderstood Entrepreneurs and Catalysts for Value Creation.« *The Independent Review*, 2008.

Ivashina, Victoria, og Anna Kovner. »The private equity advantage - Leveraged Buyout firms and relationship banking.« 2011.

Jensen, M. »Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers.« *American Economic Review*, 1986.

Jonathan, Keehner. »Distress investors take private equity cues.« *Business & Financial News - Reuters.com*, 2007.

Kaplan, Steve. »The effects of management buyouts on operating performance and value.« *Journal of Financial Economics*, 1989.

- Kaplan, Steven N., og Per Strömberg. »Leveraged Buyouts and Private Equity.« *Journal of Economic Perspectives*, 2009.
- Keim, Amy J. Hillman and Gerald D. »Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?« *Strategic Management Journal*, Vol. 22,, 2001.
- Kern, J.D. »Courting Venture Capital.« *Journal of Accountancy*, 2011.
- Khan, Haroon Ur Rashid, Laurent Vilanova, og Slim A. Hassairi. »Effects of Private Equity Investment on the Decisions of European Companies to go Private: An Empirical Study.« *International Journal of Management*, 2011.
- Klier, Daniel O., Martin K. Welge, og Kathryn R. Harrigan. »The Changing Face of Private Equity: How Modern Private Equity Firms Manage Investment Portfolios.« *The Journal of private equity*, 2009.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, og David Wessels. *Valuation*. McKinsey & Company, 2010.
- . *Valuation*. McKinsey & Company, 2010.
- Komitéen for god selskabsledelse. »Anbefalinger for god Selskabsledelse.« 2011.
- Lambkin, og Mary. »Pioneering new markets: A comparison of market share winners and losers.« *International Journal of Research in Marketing*, 1992.
- Lichtner, Katharina, og Ann-Kristin Achleitner. *Value Creation in Danish Private Equity Exits*. CapitalDynamics, 2011.
- Lobel, David. »The Plusses of Selling a Business to Private Equity.« *Financial Executives* (Financial Executives), 2009.
- Markowitz, Harry. »Portfolio selection.« *Journal of Finance*, 1952.
- Matthews, Gary, Mark Bye, Howland, James, og Morgan Stanley. »Operational Improvement: The Key to Value Creation in Private Equity.« *Morgan Stanley Publication*, Summer 2009.
- McLaney, Edward, John Pointon, Melanie Thomas, og Jon Tucker. »Practitioners' perspectives on the UK.« *The European Journal of Finance*, 2004: 123–138.
- Metrick, Andrew, og Ayako Yasuda. *The Economics of Private Equity Funds*. University of Pennsylvania - The Wharton School, 2007.

Moon, John J. »Public vs. Private Equity.« *Morgan Stanley Publication*, 2006.

Morgan Stanley. »Private equity, Corporate Governance and the reinvention of the market of corporate control.« *Journal of applied corporate finance*, 2008.

Møller, Michael, og Claus Parum. »Virksomhedens valg af kapitalstruktur.« *REVIFORA - RådgivningsOrientering*, 1999.

Nykredit. »Nykredit Ejerledeanalyse.« 2010.

Paglia, John K., og Robert T. Slee. »Using the Private Cost of Capital Model.« *A Professional Delelopment Journal for the Consulting Disciplines*, 2011.

Petersen, Christian, og Thomas Plenborg. *Financial Statement Analysis*. 2010.

Petersen, Christian, Thomas Plenborg, og Finn Schøler. »Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?« 2006.

—. »Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?« *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, 2006.

Pettit, Justin. »Think like private equity to enhance.« *financial executives*, 2007.

politiken. »Kapitalfonde skaber kun få værdier.« *Politiken*, 27. januar 2006.

Pozen, Robert C. »If Private Equity Sized Up Your Business.« 2007.

PriceWaterhouseCoopers. »Den værdiskabede bestyrelse - realiseres det fulde potentiale.« 2007.

Private Equity Council. *Driving Growth - How Private Equity Investment Strengthen American Companies*.
Findes via www.PrivateEquityCouncil.org, Private Equity Council, u.d.

Rasmussen, Poul Nyrup. *I grådighedens tid*. 2007.

Rizzi, Joseph. »Back to the Future Again: Private.« *Journal of Applied Finance*, 2009.

Rogers, Paul, Poul Holland, og Dan Hass. »Value Acceleration - Lessons from Private-Equity Masters.«
Harvard Busniss Review, 2002.

Rose, C. »Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses.« *European Journal of Law and Economics*, 2002: 91–112.

Rose, Caspar. »Private Equity i den juridiske orkansøje.« *Private Equity*, Juli 2007.

Rouvinez, Christophe. *Private Equity Benchmarking with PME+*. Capital Dynamics, 2003.

Shivdasani, Anil, og Adrián Zak. »The Return of the Recap: Achieving Private Equity Benefits as a Public Company.« *Morgan Stanley Publication*, 2007.

Shleifer, A., og Summers C. »Breach of trust in hostile takeovers.« *Corporate takeovers: Causes and*, 1988.

SpencerStuart. *Positioning the private equity portfolio Company CEO for Succes*. SpencerStuart, 2006.

Spliid, Robert. *Kapitalfonde - rå pengemagt eller aktivt ejerskab*. 2007.

Tykvová, Tereza, og Mariela Borell. »Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy.« *Centre for European Economic Research - Mannheim - Deutschland*, 2011.

Zong, Linda. »Governance Lessons from the Private Equity Industry.« *Journal of Private Equity*, 2005.

Bilag 1: Oversigt porteføljeselskaber og peers.

Porteføljeselskab	Branche	Peerselskab	Branche
A/S Arovit Petfood	Fremstilling af færdige foderblandinger til kæledyr	Daka	Fremstilling af færdige foderblandinger til landbrugsdyr
Babysam A/S	Babyudstyrs- og børnetøjssforretninger	Emmaljunga Danmark, Filial af Emmaljunga Barnvagnsfabrik Ab, Sverige	Samme fagrubrik
Ball ApS	Engroshandel med beklædning	A/S Deres Design International	Fremstilling af anden yderbeklædning
Ball ApS	Engroshandel med beklædning	HB Textil Holding A/S	Engroshandel med beklædning
Bang & Olufsen Medicom A/S	Fremstilling af medicinske og dentale instrumenter samt udstyr hertil	Ellab A/S	Fremstilling af medicinske og dentale instrumenter samt udstyr hertil
Bang & Olufsen Medicom A/S	Fremstilling af medicinske og dentale instrumenter samt udstyr hertil	Thomas S ApS	Fremstilling af medicinske og dentale instrumenter samt udstyr hertil
BB Electronics A/S	Fremstilling af andet elektrisk udstyr	Svejemaskinefabrikken Migatronik A/S	Fremstilling af andet elektrisk udstyr
Brandtex A/S	Engroshandel med beklædning	A/S Deres Design International	Fremstilling af anden yderbeklædning
Brandtex A/S	Engroshandel med beklædning	IC Companys A/S	Engroshandel med beklædning
Cane-Line A/S	Engroshandel med møbler, tæpper og belysningsartikler	Paustian Invest ApS	Engroshandel med møbler, tæpper og belysningsartikler
Cane-Line A/S	Engroshandel med møbler, tæpper og belysningsartikler	Boconcept Holding A/S	Engroshandel med møbler, tæpper og belysningsartikler
Color Print A/S	Anden trykning	Dansk Avistryk Holding A/S	Trykning af dagblade
DSV Miljø A/S	Rensning af jord og grundvand og anden form for forureningsbekæmpelse	Kommunekemi A/S	Behandling og bortskaffelse af farligt affald
DSV Miljø A/S	Rensning af jord og grundvand og anden form for forureningsbekæmpelse	RGS 90 A/S	Genbrug af sorterede materialer
Eg A/S	Computerprogrammering	Multidata Holding A/S	Databehandling, webhosting og lignende serviceydelser
F. Junckers Industrier A/S	Fremstilling af sammensatte parketstave	Dafa A/S	Fremstilling af plast i ubearbejdet form
Glud & Marstrand A/S	Fremstilling af letmetalemballage	Smurfit Kappa Danmark A/S	Samme fagrubrik
Gnikiv A/S	Fremstilling af sammensatte parketstave	Timberman Denmark A/S	Engroshandel med træ, trælast og byggematerialer
Gnikiv A/S	Fremstilling af sammensatte parketstave	Dafa A/S	Fremstilling af plast i ubearbejdet form
Hamlet Protein A/S	Fremstilling af færdige foderblandinger til landbrugsdyr	Povl Bylling ApS	Fremstilling af færdige foderblandinger til kæledyr
Huscompagniet A/S	Opførelse af bygninger	N.C.D. Holding ApS	Opførelse af bygninger
Interbuild ApS	Fremstilling af bygningstømmer og snedkeriartikler i øvrigt	IdealCombi A/S	Fremstilling af bygningstømmer og snedkeriartikler i øvrigt
J. Hvidtved Larsen A/S	Fremstilling af motorkøretøjer	Vestergaard Company Holding A/S	Fremstilling af motorkøretøjer
Kosan Crisplant A/S	Fremstilling af øvrige maskiner til specielle formål i.a.n.	Moos Holding ApS	Fremstilling af andre maskiner til generelle formål i.a.n.
Matas A/S	Engroshandel med parfumerivarer og kosmetik	Sca Hygiene Products A/S	Samme fagrubrik
Noa Noa ApS	Tøjforretninger	A/S Deres Design International	Fremstilling af anden yderbeklædning
Noa Noa ApS	Tøjforretninger	IC Companys A/S	Engroshandel med beklædning
Norlax	Forarbejdning og konservering af fisk, krebsdyr og bløddyr, undtagen fiskemel	Agustson A/S	Forarbejdning og konservering af fisk, krebsdyr og bløddyr, undtagen fiskemel
Pwt A/S	Tøjforretninger	IC Companys A/S	Engroshandel med beklædning
R82 A/S	Fremstilling af cykler og invalidekøretøjer	Ropox Holding A/S	Samme fagrubrik
R82 A/S	Fremstilling af cykler og invalidekøretøjer	Zealand Care A/S	Samme fagrubrik
Reson A/S	Fremstilling af udstyr til måling, afprøvning, navigation og kontrol	Dantec Dynamics A/S	Fremstilling af udstyr til måling, afprøvning, navigation og kontrol
Reson A/S	Fremstilling af udstyr til måling, afprøvning, navigation og kontrol	Toke Foss Holding A/S	Fremstilling af udstyr til måling, afprøvning, navigation og kontrol
Scan Global Logistics Holding ApS	Speditører	Freja Transport & Logistics Holding Danmark ApS	Speditører
Scan Global Logistics Holding ApS	Speditører	Leman Holding A/S	Speditører
Scandlines Danmark A/S	Sø- og kysttransport af passagerer	Mols-Linien A/S	Sø- og kysttransport af passagerer
SFK Systems A/S	Fremstilling af maskiner til føde-, drikke- og tobaksvareindustrien	Baader Poultry A/S	Fremstilling af maskiner til føde-, drikke- og tobaksvareindustrien
Spinning Jewelry A/S	Ikke-specialiseret engroshandel	Pilgrim A/S	Samme fagrubrik
Spinning Jewelry A/S	Ikke-specialiseret engroshandel	Skagen Designs A/S	Samme fagrubrik
TCM Group A/S	Fremstilling af køkkenmøbler	Designa Holding ApS	Samme fagrubrik
TCM Group A/S	Fremstilling af køkkenmøbler	DKV Holding ApS	Fremstilling af køkkenmøbler
Tia Technology A/S	Computerprogrammering	Multidata Holding A/S	Databehandling, webhosting og lignende serviceydelser
Tytex A/S	Engroshandel med medicinalvarer og sygeplejeartikler	Jegi Holding ApS	Fremstilling af underbeklædning
Unifeeder A/S	Sø- og kysttransport af gods	Herring Shipping A/S	Sø- og kysttransport af gods
Unwire ApS	Trådløs telekommunikation	Moesgaard Consulting ApS	Anden it-servicevirksomhed
Winnie Papir A/S	Fremstilling af papir og pap	Dalum Papir A/S	Fremstilling af papir og pap
Winnie Papir A/S	Fremstilling af papir og pap	Skjern Papirfabrik A/S	Fremstilling af papir og pap
Wrist Group A/S	Ikke-specialiseret engroshandel	A/S Det Østasiatiske Kompagni	Ikke-specialiseret engroshandel
Aagaard Kranz & Ziegler Holding A/S	Engroshandel med ure, smykker og guld- og sølvvarer	Pilgrim A/S	Engroshandel med ure, smykker og guld- og sølvvarer
Aagaard Kranz & Ziegler Holding A/S	Engroshandel med ure, smykker og guld- og sølvvarer	Skagen Designs A/S	Engroshandel med ure, smykker og guld- og sølvvarer

Bilag 2: Behandling af regnskabsposter

Når man sammenligner regnskaber skal man søge at få et så retvisende billede som muligt, men samtidig også fjerne større støjkluder, da disse vil kunne give bias i både positiv og negativ retning. Derfor vil følgende afsnit gennemgå hvorledes vi har valgt at håndtere de særlige forhold omkring de mest problematiske poster.

Ekstraordinære poster

Ekstraordinære poster er indtægter/omkostninger som ikke forventes at være tilbagevendende, og bør derfor tages ud driften. Om de skal indregnes eller ej kommer an på hvad man ønsker at bruge data til, i vores tilfælde laves analyse på tværs af selskaber og brancher. Derfor ønskes sammenligningstallene at være så ens som muligt, hvorfor ekstraordinære poster kategoriseres som non core, og vil dermed ikke indgå i analysen. Skulle man derimod lave en sammenligning af regnskabsdata til eksempelvis en multipel handel, så bør man i højere grad beslutte hvilken praksis man mener, er mest retvisende for værdiskabelsen i peer-gruppen. Da brancherne er meget forskellig vil denne praksis være næsten umulig, men når der blot sørges for at behandle alle regnskaber ens, vil betydningen være ens for alle.

Leasing

En anden støjkilde for sammenligning af regnskabsdata er leasing, de dette kan behandles på to måder. Finansiell leasing fungerer på samme måde som hvis man havde lånefinansieret aktivet selv. Dvs. Aktivet indregnes på balancen med modpost på leasinggælden under passiver. Herefter betales renter og afdrag af gælden svarende til man havde optaget et annuitetslån. Ydelsen på lånet svarer præcist til det beløb som betales for operationelt leasing i resultatopgørelsen. Dermed vil likviditetespåvirkningen af leasingen være den samme for de to metoder⁵¹.

Derimod er der forskel i indregningen, da operationel leasing i princippet blot er en lejeaftale, så omkostningerne indregnes direkte på driften, hvorimod den finansielle leasing indregnes på samme måde som alle andre aktiver, dvs. med en afskrivning og en nogle renteudgifter.

Hvis man kun kigger på rentabiliteten, vil man ved den operationelle leasing have en dårligere drift, men til gengæld også en lavere investeret kapital, dette kan dermed være svært at sammenligne med andre selskaber som ikke gør brug af operationelt leasing.

⁵¹ Dog kan der være forskelle i skatteværdien, hvilket i sidste ende kan have betydning for værdien af selskabet.

Årsagen til man skifter mellem operationelt og finansielt kan være nogle skattemæssige fordele ved finansielt, da denne i de første år giver et større skattefradrag, da rentebetalingen + afskrivningen er større end leasingydelsen. Derimod er en mere tvivlsom årsag til operationel leasing at deres balance ser pænere ud, dvs. forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital ser bedre ud for selskaber med operationelt leasing, da denne kun omtales i noterne, og dermed måske kan give en bedre kreditrating.

I denne undersøgelse kigges på ændringen i niveauet mellem EBITDA/Investeret kapital, så kun større ændringer i den operationelle leasing vil give støjkilder. Derfor er der generelt ikke korrigeret herfor.

Bygninger eller lejede lokaler

Hvis virksomheden ejer bygningerne de bor i, vil dette have en væsentlig post på balancen, hvorfor det kan gå udover afkastet på den investerede kapital. Dette fungerer i princippet på samme måde som ved leasing, at hvis man lejer lokalerne vil omkostningen hertil indgå direkte i driften. Derimod hvis man ejer bygningen vi man have nogle løbende omkostninger til vedligeholdelse, afskrivninger (såfremt dette er muligt) og renteomkostninger. Derfor skal man hvis man laver en direkte sammenligning mellem selskaberne i princippet lægge en fiktiv leje ind og dermed tage bygningen ud af den investerede kapital. Dette justeres der ikke for, men har ligeledes mindre betydning, da der kigges på ændringer i driften fremfor niveauet.

Kapitalandele i associerede selskaber

Regnskabsundersøgelsen har taget udgangspunkt i koncernregnskabet, hvorfor datterselskabers poster er indregnet 100%. Derimod hvis selskabet har kapitalandele for under 50% i andre virksomheder vil alene andelen af selskabets over/underskud blive indregnet. Disse vil typisk blive indregnet udenfor EBIT og vil dermed ikke være en del af driften. For at man får et så retvisende billede af driften, bør man derfor vurdere om det tilknyttede selskab er til gode for driften, og hvis dette er tilfældet bør man indregne over/underskuddet i driftsresultatet. Sker dette bør man ligeledes redigere investeret kapital, således kapitalandelene indregnes heri. Det vigtigste er, at man korrigerer ens både for resultatopgørelsen og balancen. Vi behandler kapitalandele som en del af driften, med antagelsen om at de fleste selskaber alene ejer kapitalandele i andre selskaber, hvis de ser en forretningsmæssig gevinst ved medejerskabet. Det betyder altså at man bruger den investerede kapital til at investere i strategiske driftsmæssige muligheder, og ikke blot som et ønske om et finansielt afkast. Derfor betragtes kapitalandele i associerede selskaber som driftsaktiv og resultatet medregnes under EBITDA. De væsentlige forskelle ved at indregne det under driften er at gearingen kan se mere voldsom ud, da hvis kapitalandelene betragtes som finansielle aktiver vil gøre den nettorentebærende gæld mindre.

GOODWILL

Ifølge IFRS regler må Goodwill alene nedskrives ved en impairments test, og disse nedskrivninger må betegnes som ekstraordinære og dermed behandles på samme måde som andre ekstraordinære poster. Årsregnskabsloven giver dog stadig mulighed for nedskrivning. Flere virksomheder bruger dog stadig afskrivning på goodwill, og disse afskrivninger bør føres tilbage under immaterielle aktiver og egenkapitalen. Samtidig er det svært at forestille sig at goodwill ikke falder overtid, hvorfor de fleste indregner de i regnskabet, hvorfor det ikke korrigeres herfor.

Skat

Udskudt skatteaktiv skyldes en forskel i Årsregnskabet og Skatteregnskabet, disse forskelle opstår typisk ved forskellige regler for fradrag ved bl.a. afskrivninger. Dermed vil den største forskel opstå som led i driftmæssige aktiviteter. Derfor betragtes skatteaktiver som driftsaktiv. Da udskudt skat i Danmark nu er rentebærende, kan man ligeledes argumentere for at udskudt skat skal betragtes som rentebærende, og dermed indregnes som finansiel forpligtelse. Dette har vi dog ikke valgt at gøre, men holdt skatteforpligtelser som en driftsforpligtelse, og dermed ikke medregnet den under nettorentebærende gæld. Argumentationen herfor er at den udskudte skat skyldes en forskel i driften, og ikke et valg af finansiering af driften.

Tilgodehavende og forpligtelser til associerede selskaber

Et tilgodehavende eller forpligtelse til et associeret selskab kan både være et lån eller en periodeafgrænsningspost. Dette kan være et næsten være umuligt at differentiere, men kan have betydning for den investerede kapital og forholdet mellem drifts og finansielle indtægter. Vi vurderer dog ikke dette som et særligt stort problem og har derfor valgt at kategorisere poster på følgende måde. Opstår et tilgodehavende til et associeret selskab betragter vi det som en investering i fremtidige indtægter ved at yde dette tilgodehavende. Derfor klassificeres det som et driftsaktiv. Forpligtelser til associerede selskaber betragtes som et rentebærende alternativ til finansiering af aktiver. Derfor betragtes dette som et finansiel forpligtelse og indgår dermed under rentebærende gæld.

Minoritetsinteresser

Vi inkluderer minoritetsinteresser i vores undersøgelse, da det er virksomhedens performance og ikke fordelingen af resultatet som er interessant. Derfor vil årets resultat ikke være fratrasket minoritetsinteresser ligesom egenkapital vil være inklusiv minoritetsinteresser.

Andre poster

Likvider betragtes alene som finansielt aktiv, hvorfor vi ikke tager højde for at en del af likviderne muligvis skal gå til driften, men vi har valgt ikke at tage højde for denne del, da det typisk er af mindre betydning.

Ændringer i derivater og kursreguleringer betragtes som opstået i forbindelse med virksomhedens finansielle risikostyring, hvorfor posterne i resultatopgørelsen betragtes som finansielle og i balancen medregnes under nettorentebærende gæld.

Ved hensatte forpligtelser skelnes der ikke mellem pensions eller periodeafgrænsningsposter. Disse betragtes i vores tilfælde alle som driftsforpligtelser.

Bilag 3: Eksempel på indregning af data:

Følgende bilags formål er at vise hvordan forskellige poster fra Årsregnskabene bliver indregnet i undersøgelserne. Bemærk at posterne er samlet i grupper.

Den analytiske resultatopgørelse:

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	3.207.226	2.567.921	1.904.843	2.992.756	-	-
Omkostninger til råvarer og hjælpemateriale						
Produktionsomkostninger	-2.700.500	-2.095.428	-1.439.804	-2.308.414	-	-
Vareforbrug	-	-	-	-	-	-
Bruttoresultat	506.726	472.493	465.039	684.342	-	-
Andre driftsindtægter	4.050	3.836	4.240	5.744	-	-
Andre driftsomkostninger	-1.194	-1.667	-1.306	-1.412	-	-
Andre eksterne omkostninger						
Administrationsomkostninger	-360.073	-341.953	-298.632	-311.170	-	-
Udviklingsomkostninger	-	-	-	-	-	-
Distributionsomkostninger	-	-	-	-	-	-
Personaleomkostninger	-	-	-	-	-	-
Reparation og vedligeholdelse						
Afskrivninger/nedskrivninger						
Nedskrivning Goodwill	-	-	-	-	-	-
Kapacitetsomkostninger	-357.217	-339.784	-295.698	-306.838	-	-
resultat kapitalandele i associeret selskaber	-	-	-	-	-	-
Resultat kapitalandele i tilknyttede selskaber	651	739	-5.725	-1.898	-	-
Tab på associeret						
Tab på hensættelser og tilgodehavender						
Resultat af kapitalandele	651	739	-5.725	-1.898	-	-
Ekstraordinære/særlige poster						
Ikke driftsrelaterede omkostninger/indtægter	-	-	-	-	-	-
Rekonstruktionsomkostninger	-	-	-	-	-	-
Resultat af ophørende aktivitet						
Noncore aktiviteter						
EBIT	149.509	132.709	169.341	377.504	-	-
EBIT inklusiv kapitalandele	150.160	133.448	163.616	375.606	-	-
Skat af EBIT	-16.178	-17.288	-2.309	-11.071	-	-
NOPAT	133.982	116.160	161.307	364.535	-	-
Finansielle indtægter	14.764	2.361	23.415	17.844	-	-
Finansielle omkostninger	-52.232	-78.342	-89.664	-160.366	-	-
Renteskjold	4.037	9.843	935	4.201	-	-
Resultat før skat	112.692	57.467	97.367	233.084	-	-
Resultat før skat uden kapitalandele ass. Selskab	112.041	56.728	103.092	234.982	-	-
Skat	-12.071	-7.349	-1.455	-6.926	-	-
Årets resultat	100.621	50.118	95.912	226.158	-	-
Effektiv skat	-10,77%	-12,95%	-1,41%	-2,95%	0,00%	0,00%

Bemærk at Kapitalandele associerede selskaber og non core aktiviteter indregnes under EBIT. I regnskabsanalysen vil EBITDA blive beregnet som EBIT fratrasket "Non core aktiviteter" og afskrivninger/nedskrivninger. Afskrivninger og nedskrivninger kan enten vises direkte i resultatopgørelsen men kan også være indregnet under Administrations, Personale osv. hvis regnskabet er artsopdelt. Derfor kan afskrivningen findes i pengestrømsopgørelsen.

Investeret kapital (Driftsaktiver - Driftsforpligtelser)						
Aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	-
Andre korfristede aktiver	-	-	-	-	-	-
Andre langfristede aktiver						
Andre tilgodehavender						
Anlægsaktiver	2.492.658	2.647.485	2.802.083	2.825.929	-	-
Deposita						
Forudbetalte omkostninger						
Langfristede aktiver	-	-	-	-	-	-
Langfristet tilgodehavende						
Langsigtet Kapitalandele						
Materielle aktiver						
Skatteaktiv	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende	309.235	337.046	302.932	269.598	-	-
Tilgodehavende hos tilknyttet						
Varebeholdning	43.815	39.124	20.552	13.874	-	-
Driftsaktiver	2.845.708	3.023.655	3.125.567	3.109.401	-	-
Anden gæld						
Andre ikke rentebærende poster	73.885	99.857	158.998	139.705	-	-
Forudbetaling kunder	-	-	-	-	-	-
Hensatte forpligtelser	8.334	8.575	8.692	24.074	-	-
Kreditorer	274.100	309.086	261.454	181.856	-	-
Langfristede hensatte forpligtelser	-	-	-	-	-	-
Periodeafgrænsningspost	-	-	-	-	-	-
Udskudt skat						
Driftsforpligtelser	356.319	417.518	429.144	345.635	-	-
Investeret kapital	2.489.389	2.606.137	2.696.423	2.763.766	-	-

Investeret kapital (EK + nettorentebærende gæld)						
Egenkapital	1.569.162	1.467.915	1.389.411	1.286.555	-	-
Forslået udbytte						
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
Egenkapital i alt	1.569.162	1.467.915	1.389.411	1.286.555	-	-
Ansvarlig lånekapital						
Bankgæld						
Forpligtelser vdr. Aktiver til salg						
Gæld ass. Selskab						
kreditinst						
Langfristede gældsforpligtelser	1.214.540	1.425.964	1.463.137	1.750.914	-	-
Leasingforpligtelser						
Lån						
Rentebærende poster	3.705	47.759	5.404	1.151		
Pension					-	-
Finansielle forpligtelser	1.218.245	1.473.723	1.468.541	1.752.065	-	-
Likvidbeholdning	297.956	335.438	161.467	274.781	-	-
Værdipapir	62	63	62	73	-	-
Finansielle aktiver	298.018	335.501	161.529	274.854	-	-
Netto rentebærende gæld	920.227	1.138.222	1.307.012	1.477.211	-	-
Investeret kapital	2.489.389	2.606.137	2.696.423	2.763.766	-	-

Bemærk: Egenkapitalen benyttes med indregning af minoritetsinteresser, da det interessante nøgletal er koncernens regnskab og ikke hvordan egenkapitalen er fordelt.

NWC						
Varebeholdning	43.815	39.124	20.552	13.874	-	-
Tilgodehavende salg	277.367	310.708	284.867	238.673	-	-
Kreditorer	274.100	309.086	261.454	181.856	-	-
NWC - total	47.082	40.746	43.965	70.691	-	-

Capex						
Anlægsaktiver	2.492.658	2.647.485	2.802.083	2.825.929	-	-
Afskrivninger/nedskrivninger						
Heraf afskrivninger	-157.996	-154.472	-146.043	-148.610	-	-
Anlægsaktiver	2.492.658	2.647.485	2.802.083	2.825.929	-	-
Capex perioden	157.996	154.472	146.043	148.610	-	-

Forskellen på Afskrivninger/nedskrivninger og heraf afskrivninger afhænger af om regnskabet er arts eller funktionsopdelt. Afskrivninger/nedskrivninger er de poster som vil stå i resultatopgørelsen, imens heraf afskrivninger vil være oplyst i noterne.

Pengestrøm						
EBIT	150.160	133.448	163.616	375.606	-	-
Afskrivninger/nedskrivninger						
Heraf afskrivninger	-157.996	-154.472	-146.043	-148.610	-	-
Skat	-12.071	-7.349	-1.455	-6.926	-	-
Ændring Varebeholdning	6.336	-3.219	-26.726	70.691	-	-
Ændring Tilgodehavende	-27.811	34.114	33.334	269.598	-	-
Ændring Driftsgæld	-61.199	-11.626	83.509	345.635	-	-
Capex	157.996	154.472	146.043	148.610	-	-
Frit Cash Flow	55.415	145.368	252.278	1.054.604	-	-
Nettofinansielle omkostninger	-37.468	-75.981	-66.249	-142.522	-	-
Ændring NRBG	-292.961	179.154	-396.849	2.026.919	-	-
Cash flow til ejerne	-275.014	248.541	-210.820	2.939.001	-	-

Pengestrømsopgørelsen er udarbejdet med udgangspunkt i hvad der kan observeres i resultatopgørelsen. Det bør bemærkes at udbytte og andre transaktioner med ejerne er udeladt. I Opgaven bruges dog alene det frie cash flow, hvorfor det ikke er relevant.

Bilag 4: Eksempel på udregning af data:

Med udgangspunkt i EBITDA/INVESTERET KAPITAL vises hvordan den gennemsnitlige udvikling på 9% i start år 2009 er fremkommet.

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital						
Beskrivelse	2007		2008		2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	9%	17	-2%	27	7%	40
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	8%	15	-2%	21	4%	32
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-11%	19	-16%	27	-5%	36
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	20%		15%		9%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korigeret for peer ved forskellig startår						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	10%	27%	1%	59%	2%	20%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	16%	29%	-12%	25%		15%
Robusthed - Mann-Whitney		Signifikant 15%		Signifikant 5%		
Start år 2009	3%	27%	-4%			9%
Robusthed - Mann-Whitney						

**Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant*

I tabel 1 vises alle EBITDA i absolutte tal.

I tabel 2 vises alle Investeret kapital i absolutte tal

I tabel 3 vises EBITDA/INVESTERET KAPITAL

I tabel 4 vises beregninger for undersøgelsen med start år i 2009.

Procenttallene er udviklingen ift. 2008.

Bruges Deres A/S som eksempel i 2008 havde de en EBITDA/Investeret kapital på 70%

I 2009 havde de $62 / 70 - 1 = -11\%$

I 2010 havde de $54 / 70 - 1 = -22\%$ (afrundet pga. 54 og 70 decimaler ikke vises)

I 2011 havde de $66 / 70 - 1 = -6\%$

Tages middelværdien for hvert år for porteføljeselskaber som har tilknyttet peers er det: 11, 12 – 11.

Tages middelværdien for hvert år for peer giver det henholdsvis: -8, -15 og – 7

Forskellene giver det dermed 3, 27, -4.

Middelværdien af 3, 27 og -4 er 9, og da porteføljeselskaberne har vundet over 50% af årene betragtes data som robuste.

Alle andre nøgletal og år har gennemgået samme fremgangsmetode.

I tabel 4 kan man ligeledes se at alle data er givet en rang, hvilket bliver brugt til at beregne deres middelværdier for henholdsvis top25, mellem50 og bund25.

	EBITDA					
	Sum af 2011	Sum af 2010	Sum af 2009	Sum af 2008	Sum af 2007	Sum af 2006
Peer	1.813.834,96	1.424.861,54	1.785.769,52	2.300.797,83	1.935.139,83	1.262.658,00
A/S Deres Design International	94.968,00	82.406,00	78.559,00	84.195,00	81.690,00	68.485,00
A/S Det Østasiatiske Kompagni	573.000,00	539.000,00	718.000,00	748.000,00	718.000,00	411.000,00
Agustson A/S	5.540,00	7.089,00	11.664,00	10.116,00	16.556,00	16.801,00
Boconcept Holding A/S	71.907,00	51.143,00	24.405,00	109.965,00	-	-
Baader Poultry A/S	44.110,82	31.047,00	16.183,74	22.247,00	-	-
Dafa A/S	24.630,00	18.639,00	17.272,00	22.969,00	33.958,00	32.187,00
Daka	293.081,00	236.283,00	205.157,00	171.302,00	148.745,00	146.190,00
Dalum Papir A/S	-13.899,00	54.230,00	77.021,00	25.081,00	48.860,00	-
Dansk Avistryk Holding A/S	57.846,00	47.093,00	-9.847,00	58.734,00	60.684,00	-
Dantec Dynamics A/S	11.964,00	-12.694,00	16.628,00	14.022,00	17.093,00	2.811,00
Designa Holding ApS	8.614,00	20.476,00	-1.037,45	31.526,22	12.852,96	-
DKV Holding ApS	19.809,00	24.581,00	-568,00	13.453,00	30.045,00	-
Ellab A/S	26.431,00	21.117,00	13.522,00	16.512,00	-	-
Emmaljunga Danmark, Filial af Emmaljunga Barnvagnsfabrik Ab, Sverige	57.129,00	59.842,00	65.726,00	66.676,00	-	-
Freja Transport & Logistics Holding Danmark ApS	25.225,00	18.404,00	22.604,00	6.801,00	52.079,00	33.191,00
HB Textil Holding A/S	13.916,00	13.252,00	12.449,00	13.240,00	16.408,00	-
Herning Shipping A/S	65.124,38	-61.709,66	30.849,89	110.567,62	-	-
IC Companys A/S	446.300,00	412.200,00	308.800,00	462.100,00	436.900,00	383.700,00
IdealCombi A/S	55.614,49	63.654,43	45.483,33	62.914,63	92.786,64	-
Jegi Holding ApS	25.291,00	25.930,00	21.446,00	21.952,00	27.932,00	37.569,00
Kommunekemi A/S	41.982,00	48.871,00	60.485,00	51.108,00	79.622,00	87.000,00
Leman Holding A/S	55.441,00	35.143,00	19.605,00	42.091,00	95.755,00	29.969,00
Moesgaard Consulting ApS	18.815,00	12.491,00	18.378,00	22.639,00	-	-
Mols-Linien A/S	-22.867,00	11.002,00	77.225,00	22.529,00	123.303,00	-
Moos Holding ApS	10.620,00	10.982,00	16.914,00	24.974,00	19.770,00	-
Multidata Holding A/S	106.623,00	47.273,00	99.119,00	94.980,00	112.679,00	-
N.C.D. Holding ApS	8.101,00	-9.921,00	29.569,00	12.627,00	43.639,00	-
Paustian Invest ApS	9.299,89	14.030,00	19.601,27	20.859,00	-	-
Pilgrim A/S	49.461,00	47.975,00	49.113,00	98.853,00	74.251,00	128.505,00
Povl Bylling ApS	16.157,47	24.896,00	22.053,91	17.673,00	-	-
RGS 90 A/S	134.237,00	154.104,00	219.652,00	216.297,00	38.472,00	96.330,00
Ropox Holding A/S	8.190,10	9.405,40	8.207,10	8.668,30	6.021,00	3.794,00
Sca Hygiene Products A/S	40.485,00	-21.800,00	63.648,00	22.992,00	-	-
Skagen Designs A/S	43.199,00	32.296,00	12.896,00	17.204,00	18.357,00	9.717,00
Skjern Papirfabrik A/S	22.474,00	12.701,00	8.099,00	12.483,00	10.762,00	8.503,00
Smurfit Kappa Danmark A/S	70.088,00	31.076,00	30.658,00	23.305,00	50.929,00	18.457,00
Svejsemaskinefabrikken Migatronik A/S	68.075,00	50.059,00	14.908,00	95.614,00	95.559,00	70.572,00
Thomas S ApS	10.176,90	9.335,00	4.323,11	6.152,00	-	-
Timberman Denmark A/S	1.536,00	-1.151,00	-2.787,00	-1.084,00	11.016,00	15.555,00
Toke Foss Holding A/S	64.537,00	50.972,00	20.321,00	29.556,00	22.080,00	33.304,00
Vestergaard Company Holding A/S	41.437,11	3.846,00	38.913,00	62.719,00	66.665,00	-
Zealand Care A/S	25.746,00	53.425,00	38.506,00	24.023,00	58.313,00	74.489,00
Portefølje (med peer)	-	-	-	-	-	-
Arovit Petfood	-16.298,00	45.097,00	15.638,00	2.314,00	75.665,00	81.013,00
Babysam	-18.679,00	16.396,00	22.165,35	22.734,08	-	-
Ball Group	65.415,00	60.938,00	31.416,00	21.861,00	36.257,00	35.679,00
Bang & Olufsen Medicom	-4.650,00	249,00	3.920,00	-3.159,00	-	-
BB Electronics	66.400,00	44.400,00	-9.300,00	50.100,00	5.500,00	66.600,00
Brandtex (BTX Group)	95.403,00	132.042,00	97.668,00	160.049,00	155.310,00	-784.427,00
Cane-Line and Sika Horsnaes	35.472,00	32.068,00	41.594,00	77.772,00	-	-
Color Print	1.464,00	50.083,00	78.238,00	109.719,00	159.181,00	-
DSV Miljø	314.850,00	335.080,00	454.562,00	454.351,00	340.575,00	245.573,00
EG A/S	128.366,00	88.533,00	75.160,00	23.599,00	-	-
Glud & Marstrand	211.088,00	141.440,00	122.951,00	660.529,00	194.753,00	117.190,00
Hamlet Protein	34.704,00	47.359,00	10.639,00	-919,00	-	-
HusCompagniet	145.483,00	101.167,00	88.160,68	151.947,46	114.626,56	-
J. Hvidtved Larsen (JHL Holding)	23.735,00	10.149,00	3.254,00	19.166,00	19.545,00	2.315,00
Junckers Industries	-1.984,00	21.492,00	2.827,00	-29.706,00	66.427,00	60.851,00
Kosan	17.595,00	-687,00	32.570,00	51.785,00	44.623,00	-
LDE Holding 7 ApS	54.517,00	52.633,00	4.545,00	21.549,00	12.779,00	14.802,00
Lilleheden, Palsgaard, Høeg Hagen (Interbuild)	24.870,00	1.412,00	-11.120,00	40.290,00	108.589,00	-
Matas	530.100,00	484.000,00	443.700,00	394.000,00	-	-
Noa Noa	27.666,00	77.676,00	55.374,00	58.574,00	87.460,00	-
Norlax	24.980,00	22.102,00	23.598,00	18.521,00	33.686,00	18.923,00
PWT	61.008,00	75.003,00	18.581,00	21.977,00	-	-
R82	49.719,50	42.658,00	37.881,00	38.458,00	31.243,00	29.617,00
Reson	29.511,96	-15.276,08	-51.772,24	28.427,18	728,14	-25.588,92
ScanAm Transport (nu Scan Global Logistics)	9.463,00	45.323,00	-62.432,00	77.985,00	37.127,00	-
Scandlines	720.300,00	741.400,00	619.000,00	538.200,00	660.800,00	-
SFK Systems	63.438,00	29.727,00	940,00	-32.074,00	-	-
TCM Group	122.015,00	124.904,00	101.577,00	134.737,00	152.626,00	-
TIA Technology	22.369,00	12.483,00	13.552,00	33.937,00	25.652,00	-
Unicorn ApS	308.156,00	287.920,00	309.659,00	524.216,00	-	-
Unika Design (nu Spinning Jewelry)	-22.476,00	-8.783,00	15.318,00	9.422,00	6.664,00	3.434,00
Unwire Holding ApS	7.389,00	13.130,00	9.476,00	9.309,00	-	-
Wiking Gulve	-4.545,00	-3.428,00	-3.010,00	-3.685,00	2.933,00	-2.088,00
Winnie Papir	39.338,00	30.235,00	24.784,00	17.265,00	18.719,00	19.869,00
Wrist Group	1.357.078,00	1.241.581,00	1.012.026,00	1.180.237,00	257.896,00	304.026,00
Aagaard-Bræmer Holding	17.611,00	17.635,00	12.567,00	14.423,00	-	-
Portefølje (uden peer)	-	-	-	-	-	-
Bramming Plast-Industri	12.618,00	15.397,00	11.198,66	33.254,00	-	-
Euro Cater (tidl. Dansk Cater)	286.399,00	290.179,00	291.519,00	285.499,00	164.012,00	-
Falck	1.272.000,00	1.096.000,00	988.000,00	841.000,00	815.000,00	688.000,00
HYDRA tech	62.333,00	105.333,00	98.353,00	37.295,00	-	-
ISS	4.742,00	4.232,00	3.500,00	4.534,00	4.560,00	3.962,00
Kompan	164.000,00	151.500,00	114.795,00	61.907,00	130.890,00	-
Martin Gruppen	159.813,00	75.350,00	-35.250,00	119.328,00	210.424,00	-
Skamol	94.228,00	57.668,00	24.186,00	17.884,00	-2.999,00	-
Stema Engineering	37.034,00	44.721,00	34.592,00	138.616,00	95.439,00	-

Investeret kapital (EK+NRG)						
Rækkeetiketter	Sum af 2011	Sum af 2010	Sum af 2009	Sum af 2008	Sum af 2007	Sum af 2006
Peer	8.557.559,76	7.807.245,36	8.369.914,21	7.194.291,47	5.393.849,93	4.456.962,00
A/S Deres Design International	143.353,00	152.467,00	127.214,00	120.768,00	81.918,00	33.043,00
A/S Det Østasiatiske Kompagni	4.278.000,00	2.421.000,00	2.885.000,00	2.013.000,00	1.423.000,00	1.116.000,00
Agustson A/S	103.926,00	104.708,00	95.093,00	99.688,00	108.794,00	103.409,00
Boconcept Holding A/S	344.558,00	314.843,00	380.142,00	368.537,00	-	-
Baader Poultry A/S	137.197,98	217.757,00	193.327,11	180.394,00	-	-
Dafa A/S	77.762,00	67.653,00	54.891,00	58.835,00	63.525,00	56.425,00
Daka	696.212,00	647.859,00	637.057,00	694.293,00	674.876,00	565.893,00
Dalum Papir A/S	321.477,00	341.139,00	321.073,00	328.465,00	340.719,00	-
Dansk Avistryk Holding A/S	375.094,00	412.072,00	464.009,00	431.298,00	278.752,00	-
Dantec Dynamics A/S	50.429,00	49.836,00	56.274,00	53.283,00	41.936,00	52.086,00
Designa Holding ApS	203.243,00	228.183,00	239.495,15	270.691,65	293.091,56	-
DKV Holding ApS	46.961,00	48.060,00	49.811,00	78.560,00	79.154,00	-
Ellab A/S	20.636,00	20.614,00	23.977,00	19.514,00	-	-
Emmaljunga Danmark, Filial af Emmaljunga Barnvagnsfabrik Ab, Sverige	26.041,00	34.581,00	21.271,00	14.187,00	-	-
Freja Transport & Logistics Holding Danmark ApS	192.484,00	218.782,00	198.783,00	243.998,00	122.396,00	21.566,00
HB Textil Holding A/S	137.432,00	127.169,00	126.682,00	135.399,00	149.715,00	-
Herning Shipping A/S	1.296.221,01	1.335.938,39	1.281.581,68	1.069.344,72	-	-
IC Companys A/S	1.097.600,00	990.600,00	1.042.150,00	1.112.500,00	1.123.900,00	981.400,00
IdealCombi A/S	412.379,48	406.247,84	429.297,39	423.493,38	343.486,17	-
Jegi Holding ApS	133.784,00	111.704,00	110.614,00	122.391,00	104.239,00	105.424,00
Kommunekemi A/S	304.697,00	247.658,00	314.883,00	333.985,00	301.913,00	312.000,00
Leman Holding A/S	263.852,00	260.477,00	214.686,00	219.295,00	497.909,00	369.102,00
Moesgaard Consulting ApS	171.066,00	128.346,00	117.526,00	115.018,00	-	-
Mols-Linien A/S	122.687,00	520.081,00	544.580,00	637.407,00	631.298,00	-
Moos Holding ApS	68.202,00	70.744,00	73.727,00	71.501,00	62.665,00	-
Multidata Holding A/S	442.546,00	499.358,00	574.374,00	482.450,00	806.455,00	-
N.C.D. Holding ApS	151.417,00	175.790,00	236.275,00	329.213,00	329.496,00	-
Paustian Invest ApS	162.177,18	156.906,00	126.199,93	124.928,00	-	-
Pilgrim A/S	64.086,00	68.285,00	81.725,00	140.751,00	204.532,00	232.673,00
Povl Bylling ApS	120.497,27	103.804,00	99.758,41	223.635,00	-	-
RGS 90 A/S	318.408,00	453.313,00	364.133,00	261.376,00	187.267,00	790.652,00
Ropox Holding A/S	27.302,65	29.601,65	33.021,65	43.626,65	53.269,00	36.409,00
Sca Hygiene Products A/S	1.097.477,00	601.574,00	671.775,00	605.134,00	-	-
Skagen Designs A/S	124.581,00	76.303,00	47.524,00	45.989,00	45.206,00	31.920,00
Skjern Papirfabrik A/S	76.483,00	72.157,00	66.938,00	67.479,00	64.499,00	47.067,00
Smurfit Kappa Danmark A/S	492.499,00	519.818,00	506.649,00	567.269,00	591.928,00	597.831,00
Svejsemaskinefabrikken Migatronik A/S	151.050,00	152.945,00	148.836,00	192.324,00	183.135,00	169.157,00
Thomas S ApS	31.199,95	29.631,00	33.169,71	42.386,00	-	-
Timberman Denmark A/S	19.559,00	13.231,00	20.589,00	33.823,00	33.241,00	23.859,00
Toke Foss Holding A/S	265.615,00	236.484,00	188.015,00	207.847,00	142.962,00	100.683,00
Vestergaard Company Holding A/S	163.600,49	216.426,00	260.345,00	223.657,00	146.530,00	-
Zealand Care A/S	121.800,00	126.639,00	144.859,00	170.276,00	184.617,00	221.014,00
Portefølje (med peer)	-	-	-	-	-	-
Arovit Petfood	499.082,00	532.175,00	491.389,00	539.977,00	784.603,00	876.226,00
Babysam	451.037,00	597.043,00	610.278,49	637.479,27	-	-
Ball Group	324.615,00	304.167,00	317.668,00	329.217,00	476.380,00	149.527,00
Bang & Olufsen Medicom	20.988,00	34.701,00	42.072,00	43.977,00	-	-
BB Electronics	213.100,00	225.300,00	215.500,00	281.300,00	333.000,00	375.400,00
Brandtex (BTX Group)	186.404,00	157.458,00	194.204,00	452.189,00	380.858,00	896.923,00
Cane-Line and Sika Horsnaes	456.678,00	486.001,00	511.595,00	560.134,00	-	-
Color Print	658.585,00	842.894,00	974.335,00	1.079.925,00	1.107.043,00	-
DSV Miljø	2.486.856,00	2.368.318,00	2.251.418,00	2.291.283,00	2.028.675,00	1.176.455,00
EG A/S	673.583,00	485.300,00	373.829,00	448.541,00	-	-
Glud & Marstrand	715.399,00	578.476,00	549.796,00	728.763,00	946.315,00	879.584,00
Hamlet Protein	337.661,00	269.623,00	282.824,00	297.605,00	-	-
HusCompagniet	422.645,00	505.107,00	557.625,30	636.403,47	598.298,42	-
J. Hvidtved Larsen (JHL Holding)	89.672,00	77.642,00	112.472,00	128.275,00	109.058,00	82.244,00
Junckers Industries	374.197,00	381.319,00	398.609,00	449.362,00	510.488,00	546.600,00
Kosan	141.067,00	130.378,00	163.032,00	179.675,00	146.602,00	-
LDE Holding 7 ApS	533.207,00	536.897,00	527.584,00	506.788,00	483.294,00	617.120,00
Lilleheden, Palsgaard, Høeg Hagen (Interbuild)	438.727,00	447.886,00	526.884,00	637.733,00	783.802,00	-
Matas	4.345.400,00	4.401.100,00	4.423.100,00	4.403.500,00	-	-
Noa Noa	640.802,00	617.783,00	631.289,00	665.040,00	1.254.016,00	-
Norlax	125.921,00	116.409,00	99.773,00	102.972,00	140.035,00	109.060,00
PWT	917.990,00	961.971,00	959.629,00	1.035.174,00	-	-
R82	107.272,00	106.088,00	108.146,00	108.296,00	105.905,00	97.504,00
Reson	114.243,68	145.598,28	151.965,79	239.610,07	259.752,80	232.989,94
ScanAm Transport (nu Scan Global Logistics)	335.530,00	381.751,00	383.642,00	595.221,00	541.367,00	-
Scandlines	1.590.800,00	1.541.200,00	1.465.000,00	1.008.800,00	2.031.600,00	-
SFK Systems	222.753,00	223.413,00	207.519,00	193.100,00	-	-
TCM Group	208.926,00	236.024,00	250.935,00	299.962,00	319.624,00	-
TIA Technology	186.448,00	190.339,00	207.861,00	253.710,00	207.682,00	-
Unicorn ApS	2.489.389,00	2.606.137,00	2.696.423,00	2.763.766,00	-	-
Unika Design (nu Spinning Jewelry)	52.456,00	39.076,00	21.399,00	9.035,00	5.371,00	1.792,00
Unwire Holding ApS	67.799,00	69.512,00	72.187,00	106.087,00	-	-
Wiking Gulve	32.694,00	37.692,00	43.544,00	47.167,00	50.320,00	42.740,00
Winnie Papir	199.005,00	180.619,00	183.190,00	179.480,00	217.067,00	188.072,00
Wrist Group	3.850.752,00	2.741.973,00	1.942.837,00	1.957.445,00	1.981.054,00	1.219.585,00
Aagaard-Bræmer Holding	179.756,00	133.333,00	132.214,00	145.716,00	-	-
Portefølje (uden peer)	-	-	-	-	-	-
Bramming Plast-Industri	157.524,00	154.084,00	147.626,44	142.342,00	-	-
Euro Cater (tidl. Dansk Cater)	2.920.142,00	2.630.537,00	2.624.521,00	2.751.009,00	2.648.363,00	-
Falck	5.481.000,00	4.737.000,00	3.984.000,00	4.285.000,00	3.979.000,00	3.834.000,00
HYDRA tech	679.870,00	561.128,00	557.734,00	592.632,00	-	-
ISS	31.987,00	33.274,00	32.855,00	32.975,00	34.775,00	32.345,00
Kompan	253.200,00	974.900,00	744.300,00	792.808,00	916.026,00	-
Martin Gruppen	666.285,00	639.533,00	714.800,00	897.689,00	797.253,00	-
Skamol	302.487,00	326.185,00	319.226,00	277.678,00	250.338,00	-
Stema Engineering	214.013,00	229.671,00	239.002,00	273.574,00	237.937,00	-

Rækkeetiketter	EBITDA/Investeret kapital					
	Sum af 2011	Sum af 2010	Sum af 2009	Sum af 2008	Sum af 2007	Sum af 2006
Peer						
A/S Deres Design International	66%	54%	62%	70%	100%	207%
A/S Det Østasiatiske Kompagni	13%	22%	25%	37%	50%	37%
Agustson A/S	5%	7%	12%	10%	15%	16%
Boconcept Holding A/S	21%	16%	6%	30%		
Baader Poultry A/S	32%	14%	8%	12%		
Dafa A/S	32%	28%	31%	39%	53%	57%
Daka	42%	36%	32%	25%	22%	26%
Dalum Papir A/S	-4%	16%	24%	8%	14%	
Dansk Avistryk Holding A/S	15%	11%	-2%	14%	22%	
Dantec Dynamics A/S	24%	-25%	30%	26%	41%	5%
Designa Holding ApS	4%	9%	0%	12%	4%	
DKV Holding ApS	42%	51%	-1%	17%	38%	
Ellab A/S	128%	102%	56%	85%		
Emmaljunga Danmark, Filial af Emmaljunga Barnvagnsfabrik Ab, Sverige	219%	173%	309%	470%		
Freja Transport & Logistics Holding Danmark ApS	13%	8%	11%	3%	43%	154%
HB Textil Holding A/S	10%	10%	10%	10%	11%	
Herning Shipping A/S	5%	-5%	2%	10%		
IC Companys A/S	41%	42%	30%	42%	39%	39%
IdealCombi A/S	13%	16%	11%	15%	27%	
Jegi Holding ApS	19%	23%	19%	18%	27%	36%
Kommunekemi A/S	14%	20%	19%	15%	26%	28%
Leman Holding A/S	21%	13%	9%	19%	19%	8%
Moesgaard Consulting ApS	11%	10%	16%	20%		
Mols-Linien A/S	-19%	2%	14%	4%	20%	
Moos Holding ApS	16%	16%	23%	35%	32%	
Multidata Holding A/S	24%	9%	17%	20%	14%	
N.C.D. Holding ApS	5%	-6%	13%	4%	13%	
Paustian Invest ApS	6%	9%	16%	17%		
Pilgrim A/S	77%	70%	60%	70%	36%	55%
Povl Bylling ApS	13%	24%	22%	8%		
RGS 90 A/S	42%	34%	60%	83%	21%	12%
Ropox Holding A/S	30%	32%	25%	20%	11%	10%
Sca Hygiene Products A/S	4%	-4%	9%	4%		
Skagen Designs A/S	35%	42%	27%	37%	41%	30%
Skjern Papirfabrik A/S	29%	18%	12%	18%	17%	18%
Smurfit Kappa Danmark A/S	14%	6%	6%	4%	9%	3%
Svejsmaskinefabrikken Migatronik A/S	45%	33%	10%	50%	52%	42%
Thomas S ApS	33%	32%	13%	15%		
Timberman Denmark A/S	8%	-9%	-14%	-3%	33%	65%
Toke Foss Holding A/S	24%	22%	11%	14%	15%	33%
Vestergaard Company Holding A/S	25%	2%	15%	28%	45%	
Zealand Care A/S	21%	42%	27%	14%	32%	34%
Portefølje (med peer)						
Arovit Petfood	-3%	8%	3%	0%	10%	9%
Babysam	-4%	3%	4%	4%		
Ball Group	20%	20%	10%	7%	8%	24%
Bang & Olufsen Medicom	-22%	1%	9%	-7%		
BB Electronics	31%	20%	-4%	18%	2%	18%
Brandtex (BTX Group)	51%	84%	50%	35%	41%	-87%
Cane-Line and Sika Horsnaes	8%	7%	8%	14%		
Color Print	0%	6%	8%	10%	14%	
DSV Miljø	13%	14%	20%	20%	17%	21%
EG A/S	19%	18%	20%	5%		
Glud & Marstrand	30%	24%	22%	91%	21%	13%
Hamlet Protein	10%	18%	4%	0%		
HusCompagniet	34%	20%	16%	24%	19%	
J. Hvidtved Larsen (JHL Holding)	26%	13%	3%	15%	18%	3%
Junckers Industries	-1%	6%	1%	-7%	13%	11%
Kosan	12%	-1%	20%	29%	30%	
LDE Holding 7 ApS	10%	10%	1%	4%	3%	2%
Lilleheden, Palsgaard, Høeg Hagen (Interbuild)	6%	0%	-2%	6%	14%	
Matas	12%	11%	10%	9%		
Noa Noa	4%	13%	9%	9%	7%	
Norlax	20%	19%	24%	18%	24%	17%
PWT	7%	8%	2%	2%		
R82	46%	40%	35%	36%	30%	30%
Reson	26%	-10%	-34%	12%	0%	-11%
ScanAm Transport (nu Scan Global Logistics)	3%	12%	-16%	13%	7%	
Scandlines	45%	48%	42%	53%	33%	
SFK Systems	28%	13%	0%	-17%		
TCM Group	58%	53%	40%	45%	48%	
TIA Technology	12%	7%	7%	13%	12%	
Unicorn ApS	12%	11%	11%	19%		
Unika Design (nu Spinning Jewelry)	-43%	-22%	72%	104%	124%	192%
Unwire Holding ApS	11%	19%	13%	9%		
Wiking Gulve	-14%	-9%	-7%	-8%	6%	-5%
Winnie Papir	20%	17%	14%	10%	9%	11%
Wrist Group	35%	45%	52%	60%	13%	25%
Aagaard-Bræmer Holding	10%	13%	10%	10%		
Portefølje (uden peer)						
Bramming Plast-Industri	8%	10%	8%	23%		
Euro Cater (tidl. Dansk Cater)	10%	11%	11%	10%	6%	
Falck	23%	23%	25%	20%	20%	18%
HYDRA tech	9%	19%	18%	6%		
ISS	15%	13%	11%	14%	13%	12%
Kompan	65%	16%	15%	8%	14%	
Martin Gruppen	24%	12%	-5%	13%	26%	
Skamol	31%	18%	8%	6%	-1%	
Stema Engineering	17%	19%	14%	51%	40%	

Bilag 5: Overblik internationale undersøgelser

Forfatter	Udgivelse	Årstal	Afkastmål	Benchmark	Størrelse	Geografi	Konklusion
Golding Capital Partners	2011	1977-2010	IRR/Alpha	Tilpasset aktieindeks	4200	Verden	Positiv
Capital Dynamics	2009 2011	1989-2006 -2010	IRR/Alpha	Udvalgt Peer	241 44	Europa Danmark	Positiv
Kaplan	1989	1980-1986	EBITDA/Aktiver EBITDA/Omsætning	Industrigennemsnit	76	USA	Positivt
Guo, Hotchkiss og Song	2007	1990-2006	EBITDA/omsætning FCF/Omsætning	Industrigennemsnit 470 referenceselskaber	94	USA	Blandet
Cressy, Munari, Malipiero	2007	1995-2002	EBIT/Aktiver	122 peers	122	Storbritannien	Positivt.
Swensen	2000	1987-1998	Risikojusteret afkast	S&P 500	542	Ikke oplyst	Negativt
Phalippou	2007	1987-1998	Risikojusteret afkast	Aktieindeks	5708	Verden	Negativt
Groh og Gottschalg	2009	1984-2004	Alpha	S&P 500	133	USA	Positivt
Amess (2003)	2003	1986-1997	Produktivitet	156 peers	78	Storbritannien	Positivt
Lichtenberg & Siegel (1990)	1990	1983 - 1986	Produktivitet	Industrigennemsnit	Varierende størrelse ca. 900	USA	Positivt
Bruining, Boselie, Wright & Bacon (2005)	2005	1994-1997 1992-1998	Antal medarbejdere	Ej relevant	145 45	Storbritannien Holland	Positivt
Wright, Thompson & Robbie(1992)	1992	18983-1986	Produktudvikling	Ej relevant	182	Storbritanien	Positiv
Acharya/Hanh/Kehoe/Gottschalg	2011	1991-2007	IRR/Alpha	Peers	395	Vesteuropa	Positiv
Groh og Gottschalg	2009	1984-2004	IRR/Alpha	Portefølje i S&P 500	199	USA	Positiv
Fondsniveau							
Forfatter	Udgivelse	Årstal	Afkastmål	Benchmark	Størrelse	Geografi	Konklusion
Kaplan/Shoar	2005	1980-2001	Nettoafkast til investorer	PME	746 fonde - heraf 169	USA	Blandet/negativ
Phalippou/Zollo	2005	1980-1996	Nettoafkast til investorer	S&P 500	983 fonde	USA	Negativ
Kaserer/Diller	2005	1980-2003	Nettoafkast til investorer	PME	200 fonde	Europa	Blandet
*Listen er udgangspunkt i de undersøgelser som ser er blevet gennemgået og ellers bliver refereret til i diverse rapporter. Listen er derfor ikke udtømmende.							

Bilag 6: Alle resultater af den empiriske undersøgelse:

Præsentation af operationelle resultater:

Hvert nøgletal har tabeller for urensede data (uden outliers) og data hvor outliers er fjernet. Derudover vises ligeledes hvordan Top25, Mellem50 og bund25 har klaret sig:

EBITDA / Investeret Kapital:

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	46%	18	52%	32	109%	45
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	50%	16	7%	25	122%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	23%	21	-15%	32	3%	42
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	27%		22%		119%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Blandet 50%		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	9%	18	-2%	28	6%	41
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	8%	15	-2%	21	4%	32
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-11%	19	-16%	27	-5%	36
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	20%		15%		9%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Investeret kapital (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	48%	74%	-40%	36%	14%	27%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2008	447%	-79%	-508%	226%		22%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15% Signifikant 5%					
Start år 2009	75%	246%	37%			119%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					

**Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant*

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Investeret kapital						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	10%	27%	1%	59%	2%	20%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	16%	29%	-12%	25%		15%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15% Signifikant 5%					
Start år 2009	3%	27%	-4%			9%
Robusthed - Mann-Whitney						

**Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant*

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital (Ikke rensede data)				
Top25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		231%	822%	513%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		267%	836%	618%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		211%	80%	139%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		56%	755%	479%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Mellem50		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		12%	3%	8%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		15%	-1%	6%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-9%	-25%	-8%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		23%	24%	14%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Bund25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-85%	-619%	-106%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-97%	-805%	-140%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-95%	-89%	-111%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		-3%	-716%	-29%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - EBITDA / Investeret kapital				
Top25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		122%	89%	121%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		135%	102%	118%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		67%	65%	97%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		68%	37%	22%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Mellem50		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		2%	-3%	-1%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-3%	-4%	-3%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-19%	-26%	-13%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		16%	22%	10%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Bund25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-93%	-90%	-93%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-100%	-101%	-97%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-74%	-80%	-89%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		-25%	-21%	-8%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Omsætning / Investeret Kapital:

Udvikling - Omsætning/Investeret kapital (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	41%	13	34%	27	23%	37
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	44%	11	32%	20	20%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	6%	14	1%	23	-3%	31
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	38%		31%		23%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Omsætning/Investeret kapital						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	21%	11	29%	26	14%	34
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	23%	8	31%	18	18%	25
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-5%	13	-5%	21	-5%	26
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	27%		36%		23%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/Investeret kapital (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	58%	57%	45%	26%	2%	38%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 10%	Signifikant 5%		
Start år 2008	35%	46%	24%	19%		31%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%		
Start år 2009	22%	29%	17%			23%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 10%			

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Investeret kapital						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	10%	27%	1%	59%	2%	20%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	16%	29%	-12%	25%		15%
Robusthed - Mann-Whitney		Signifikant 15%		Signifikant 5%		
Start år 2009	3%	27%	-4%			9%
Robusthed - Mann-Whitney						

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling - Omsætning/Investeret kapital (Ikke rensede data)				
	Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		127%	106%	104%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		127%	97%	83%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		60%	52%	34%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		66%	45%	48%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
	Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		30%	25%	6%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		32%	24%	8%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		1%	-6%	-6%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		31%	30%	15%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
	Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-20%	-21%	-24%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-20%	-18%	-21%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-41%	-38%	-35%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		21%	20%	14%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Omsætning/Investeret kapital				
	Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		53%	89%	74%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		59%	86%	77%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		33%	31%	28%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		26%	55%	49%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
	Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		24%	20%	4%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		28%	23%	8%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-2%	-8%	-7%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		30%	31%	15%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
	Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-16%	-21%	-25%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-23%	-14%	-23%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-48%	-35%	-36%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		25%	21%	13%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - CAPEX (Ikke rensede data)			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	37%	291%	556%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	65%	316%	596%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-3%	126%	237%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	68%	190%	359%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-90%	-84%	-41%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-89%	-82%	-39%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-80%	-62%	-49%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-9%	-19%	10%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-103%	-115%	-118%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-104%	-121%	-118%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-102%	-109%	-134%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-2%	-12%	16%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - CAPEX			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-37%	22%	156%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-47%	12%	154%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-3%	72%	84%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-44%	-59%	70%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-90%	-87%	-51%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-90%	-90%	-55%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-81%	-66%	-54%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-9%	-24%	-1%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	ikke Robust - kapitalfonde har vundet flest år
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-103%	-116%	-119%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-104%	-116%	-121%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-101%	-107%	-109%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-3%	-9%	-12%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

EBITDA / Omsætning:

Udvikling - EBITDA / Omsætning (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	9%	13	-2%	27	101%	37
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	12%	11	-34%	20	128%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	30%	14	7%	23	17%	31
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	-18%		-41%		111%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Blandet 50%		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - EBITDA / Omsætning						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	10%	12	-9%	20	-9%	27
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	15%	9	-4%	13	-11%	18
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	14%	12	-28%	16	4%	21
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel	2%		24%		-15%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Omsætning (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-34%	43%	-56%	9%	-52%	-18%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2008	235%	-95%	-516%	212%		-41%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2009	68%	248%	17%			111%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Omsætning						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	17%	2%	-16%	23%	-18%	2%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	10%	16%	21%	49%		24%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%			Signifikant 5%		
Start år 2009	-10%	-2%	-33%			-15%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling - EBITDA / Omsætning (Ikke rensede data)			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	138%	543%	471%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	138%	603%	660%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	170%	146%	155%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-32%	457%	505%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-6%	-10%	2%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-6%	-9%	4%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	6%	-20%	3%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-11%	11%	1%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-85%	-590%	-103%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-85%	-720%	-156%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-74%	-83%	-95%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-11%	-637%	-61%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene			

Udvikling - EBITDA / Omsætning			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	116%	50%	66%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	145%	72%	66%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	103%	29%	102%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	42%	42%	-36%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-5%	-10%	-5%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	1%	-7%	-3%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	2%	-27%	1%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-1%	20%	-4%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-67%	-65%	-90%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-81%	-73%	-103%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-52%	-88%	-87%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-29%	15%	-17%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

EBITDA / medarbejder (produktivitet)

Udvikling - EBITDA / Medarbejder (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	41%	18	-9%	31	106%	45
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	46%	16	-9%	25	122%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	35%	21	13%	30	8%	40
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	11%		-22%		114%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Blandet 50%		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling - EBITDA / Medarbejder						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	4%	18	-6%	29	-1%	41
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	5%	15	-5%	22	-7%	31
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	13%	19	-21%	26	6%	37
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-8%		15%		-13%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling - EBITDA / Medarbejder			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	115%	96%	105%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	130%	102%	89%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	117%	50%	118%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	13%	52%	-29%
Robusthed pba. Antal vundne år	it - kapitalfonde har ikke vun		Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	1%	-12%	-6%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	1%	-15%	-6%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-3%	-27%	-5%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	4%	12%	-2%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	ikke Robust - kapitalfonde har vundet flest år
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-100%	-95%	-99%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-113%	-98%	-104%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-61%	-79%	-81%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-52%	-18%	-22%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling - EBITDA / Medarbejder (Ikke rensede data)			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	233%	467%	506%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	274%	609%	630%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	221%	171%	135%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	54%	438%	495%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	8%	-14%	1%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	11%	-17%	0%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	3%	-22%	-2%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	7%	5%	3%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-99%	-474%	-104%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-113%	-608%	-141%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-83%	-83%	-98%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-30%	-526%	-43%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Medarbejder (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	8%	21%	-42%	42%	28%	11%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	231%	-103%	-382%	167%		-22%
Robusthed - Mann-Whitney				Signifikant 15%		
Start år 2009	59%	243%	41%			114%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - EBITDA / Medarbejder						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-38%	-19%	-7%	36%	-12%	-8%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	11%	15%	4%	31%		15%
Robusthed - Mann-Whitney				Signifikant 10%		
Start år 2009	-23%	2%	-19%			-13%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling Medarbejder:

Udvikling - Udvikling medarbejder (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	28%	18	6%	31	1%	45
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	29%	16	6%	25	0%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	8%	21	-3%	30	-5%	40
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	21%		9%		5%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Udvikling medarbejder						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	19%	19	1%	31	-3%	46
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	20%	16	0%	24	-4%	36
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	1%	21	-7%	29	-9%	39
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	19%		7%		5%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Udvikling medarbejder (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	18%	47%	17%	12%	13%	21%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	8%	21%	6%	1%		9%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2009	3%	11%	2%			5%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Udvikling medarbejder						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	11%	30%	22%	18%	13%	19%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2008	7%	14%	5%	1%		7%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2009	7%	6%	3%			5%
Robusthed - Mann-Whitney						
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling - Udvikling medarbejder (Ikke rensede data)				
Top25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		113%	57%	45%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		129%	66%	44%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		63%	35%	29%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel		66%	31%	15%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Mellem50		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		11%	1%	-4%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		8%	-2%	-7%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		0%	-5%	-7%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel		8%	3%	0%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Blandet 50%	Robust
Bund25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-26%	-32%	-30%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-29%	-35%	-29%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-31%	-37%	-35%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel		2%	2%	6%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Blandet 50%	Robust
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene				

Udvikling - Udvikling medarbejder			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	88%	38%	29%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	98%	41%	29%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	37%	23%	15%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	61%	19%	13%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	5%	-1%	-6%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	4%	-4%	-8%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-1%	-6%	-8%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	5%	2%	0%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Blandet 50%	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-25%	-33%	-29%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-29%	-35%	-29%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-31%	-39%	-35%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	2%	5%	6%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Omsætning / Fasteomkostninger

Udvikling - Omsætning/Faste omkostninger (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	40%	13	105%	27	63%	37
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	40%	11	124%	20	72%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-10%	14	-20%	23	-14%	31
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	50%		144%		86%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Omsætning/Faste omkostninger						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	3%	12	28%	25	6%	30
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-6%	9	21%	17	-7%	20
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	3%	13	-7%	18	-1%	23
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-9%		28%		-6%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	
*Forskellen i midelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene						

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/Faste omkostninger (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	78%	72%	18%	36%	45%	50%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%		Signifikant 15%			
Start år 2008	568%	59%	-86%	37%		144%
Robusthed - Mann-Whitney			Signifikant 10%			
Start år 2009	248%	9%	3%			86%
Robusthed - Mann-Whitney			Signifikant 10%			

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/Faste omkostninger						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-16%	-8%	5%	-1%	-26%	-9%
Robusthed - Mann-Whitney			Signifikant 10%			
Start år 2008	39%	14%	27%	33%		28%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			
Start år 2009	5%	-12%	-11%			-6%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling - Omsætning/Faste omkostninger (Ikke rensede data)			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	188%	702%	440%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	184%	813%	504%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	41%	35%	53%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	142%	778%	451%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	19%	20%	0%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	14%	19%	0%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	2%	8%	0%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	13%	12%	0%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	ikke Robust - kapitalfonde har vundet flest år
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-62%	-343%	-222%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-62%	-356%	-216%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-80%	-127%	-109%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	18%	-229%	-107%
Robusthed pba. Antal vundne år	italfonde har ik	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Bemærk at 0'erne faktisk er korrekte!!!!

Udvikling - Omsætning/Faste omkostninger			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	43%	143%	117%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	38%	123%	84%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	42%	27%	22%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-5%	97%	62%
Robusthed pba. Antal vundne år	kapitalfonde har	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	17%	17%	2%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	12%	16%	1%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	1%	5%	0%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	11%	11%	1%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-62%	-66%	-97%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-89%	-72%	-111%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-30%	-62%	-25%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-59%	-10%	-87%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Blandet 50%	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Omsætning / Variable omkostninger:

Udvikling - Omsætning/Variable omkostninger (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-4%	13	-6%	27	-4%	37
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-4%	11	-7%	20	-5%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-1%	14	-3%	21	-2%	29
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-2%		-4%		-3%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Omsætning/Variable omkostninger						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-4%	11	-1%	24	-3%	33
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-3%	9	-1%	17	-4%	24
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	1%	13	-2%	20	0%	26
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-4%		1%		-4%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/Variable omkostninger (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	-2%	-1%	-1%	-3%	-4%	-2%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					
Start år 2008	-5%	-5%	-5%	-1%		-4%
Robusthed - Mann-Whitney						
Start år 2009	-4%	-5%	-1%			-3%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%	Signifikant 10%				

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling korregeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/Variable omkostninger						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	0%	-5%	-2%	-5%	-6%	-4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2008	2%	0%	3%	1%		1%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%					
Start år 2009	-6%	-7%	1%			-4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 10%	Signifikant 5%				

*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant

Udvikling - Omsætning/Variable omkostninger			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	6%	9%	9%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	8%	6%	7%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	15%	8%	10%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-7%	-2%	-3%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-2%	0%	-2%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-2%	0%	-3%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-1%	-1%	-1%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-2%	1%	-2%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-16%	-11%	-16%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-15%	-10%	-17%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-10%	-15%	-9%
Gennemsnitlig Udvikling korregeret for Peers - Middel	-5%	5%	-8%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene

Udvikling - Omsætning/Variable omkostninger (Ikke rensede data)			
Top25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	10%	9%	8%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	9%	7%	8%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	14%	13%	11%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-5%	-6%	-4%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust
Mellem50	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-3%	-1%	-3%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-2%	-1%	-3%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-1%	-1%	-1%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-1%	0%	-2%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Blandet 50%	Robust
Bund25	Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	-21%	-29%	-23%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	-19%	-35%	-22%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	-16%	-24%	-17%
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	-3%	-11%	-5%
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust	Robust	Robust

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Omsætning / NWC

Udvikling - Omsætning/NWC (Ikke rensede data)						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	25%	13	38%	27	17%	37
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	31%	11	29%	20	12%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	27%	14	11%	23	-12%	31
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	4%		18%		23%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling - Omsætning/NWC						
Beskrivelse	start år 2007		start år 2008		start år 2009	
	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal	Udvikling	Antal
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel	16%	11	21%	20	19%	28
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel	22%	9	25%	14	22%	20
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel	18%	13	-8%	17	0%	22
Gennemsnitlig Udvikling korigeret for Peers - Middel	4%		33%		22%	
Robusthed pba. Antal vundne år	Robust		Robust		Robust	

**Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene*

Udvikling korigeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/NWC (Ikke rensede data)						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	14%	6%	-49%	32%	16%	4%
Robusthed - Mann-Whitney				Signifikant 10%	Signifikant 15%	
Start år 2008	44%	17%	-47%	59%		18%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 10%	Signifikant 5%		
Start år 2009	50%	17%	2%			23%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%					

**Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant*

Udvikling korrigeret for peer ved forskellig startår - Omsætning/NWC						
	2011	2010	2009	2008	2007	Middel
Start år 2007	18%	18%	-15%	24%	-25%	4%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 15%		Signifikant 15%			
Start år 2008	41%	44%	21%	28%		33%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%	Signifikant 5%		
Start år 2009	38%	25%	4%			22%
Robusthed - Mann-Whitney	Signifikant 5%	Signifikant 10%				
*Bemærk at signifikans måles ved 5%, 10% og 15% - ellers betragtes resultatet for insignifikant						

Udvikling - Omsætning/NWC (Ikke rensede data)				
Top25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		83%	146%	121%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		83%	120%	102%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		133%	172%	78%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		-51%	-52%	24%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	kapitalfonde har	Robust
Mellem50		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		21%	20%	3%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		25%	20%	4%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		7%	-2%	-4%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		18%	22%	8%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Bund25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-23%	-39%	-57%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-10%	-44%	-63%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-48%	-126%	-116%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		39%	82%	53%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene				

Udvikling - Omsætning/NWC				
Top25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		51%	62%	94%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		55%	67%	93%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		105%	24%	39%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		-49%	42%	55%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Mellem50		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		18%	18%	5%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		24%	19%	11%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		3%	-4%	-5%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		21%	23%	16%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
Bund25		Start år 2007	Start år 2008	Start år 2009
Gennemsnitlig Udvikling (Alle porteføljeselskaber) - Middel		-21%	-14%	-28%
Gennemsnitlig Udvikling (Porteføljeselskaber med peers) - Middel		-15%	-6%	-29%
Gennemsnitlig Udvikling (Peers) - Middel		-36%	-51%	-31%
Gennemsnitlig Udvikling korrigeret for Peers - Middel		21%	45%	3%
Robusthed pba. Antal vundne år		Robust	Robust	Robust
*Forskellen i middelværdien betragtes robust, såfremt den gruppe som outperformer den anden har vundet i flere end 50% af årene				

Den sidste tabel er et hurtigt overblik over hvad resultaterne er for de enkelte undersøgelser.

Samlet	EBITDA/IK	OMS/IK	Capex (renset)	Capex (ikke renset)	EBITDA/Omsætning
1. Absolut udvikling	Positiv 2 ud af 3	Positiv	Negativ	Positiv 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3
2. Relativ udvikling	Positiv	Positiv	Negativ 2 ud af 3	Positiv	Positiv 2 ud af 3
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Signifikans	2 ud af 12	2 ud af 12	7 ud af 12	3 ud af 12	2 ud af 12
5. Outliers	Outlier vil gøre absolut mer positiv	Påvirker ikke	Ej relevant	Ej relevant	Outlier påvirker resultatet
Top25					
1. Absolut udvikling	Positiv	Positiv	Positiv 2 ud af 3	Positiv	Positiv
2. Relativ udvikling	Positiv	Positiv	Negativ 2 ud af 3	Positiv	Positiv 2 ud af 3
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Outliers	Påvirker ikke	Påvirker ikke	Ej relevant	Ej relevant	Outlier påvirker ikke resultatet
Midt 50					
1. Absolut udvikling	Absolut negativ omkring 0	Positiv	Negativ	Negativ	Negativ 2 ud af 3
2. Relativ udvikling	Positiv	Positiv	Negativ	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust 2 ud af 3	Robust	Robust
4. Outliers	Outliers absolut ville være positiv	Påvirker ikke	Ej relevant	Ej relevant	Outlier ændre relativt til positivt 2 ud af 3
Bund 25					
1. Absolut udvikling	Negativ	Negativ	Negativ	Negativ	Negativ
2. Relativ udvikling	Negativ	Positiv	Negativ	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Outliers	Påvirker ikke	Påvirker ikke	Ej relevant	Ej relevant	Outlier påvirker ikke resultatet
Samlet	EBITDA/medarbejder	Medarbejder	Omsætning/Fasteomkostninger	Omsætning/Variable omkostninger	Omsætning/NWC
1. Absolut udvikling	Negativ 2 ud af 3	Blandet	Negativ 2 ud af 3	Negativ	Positiv
2. Relativ udvikling	Negativ 2 ud af 3	Positiv	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Positiv
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Signifikans	2 ud af 12	0 ud af 12	5 ud af 12	4 ud af 12	8 ud af 12
5. Outliers	Outlier påvirker resultater da både absolut og relativt er positiv 2 ud af 3	Outlier påvirker absolut, da denne vil være positiv	Outlier ville være positiv absolut og relativt.	Påvirkes ikke	Påvirkes ikke
Top25					
1. Absolut udvikling	Positiv	Positiv	Positiv	Positiv	Positiv
2. Relativ udvikling	Positiv 2 ud af 3	Positiv	Negativ	Negativ	Positiv 2 ud af 3
3. Robusthed	Robust 2 ud af 3	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Outliers	Påvirkes da alle resultater er relativt positive	Påvirker ikke	Påvirker outlier - det relative ville være positiv	Påvirker ikke	Påvirkes lidt med ikke usikker
Midt 50					
1. Absolut udvikling	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Positiv
2. Relativ udvikling	Positiv 2 ud af 3	Positiv 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Negativ 2 ud af 3	Positiv
3. Robusthed	Robust 2 ud af 3	Robust 2 ud af 3	Robust	Robust	Robust
4. Outliers	Påvirkes ikke	Påvirker ikke	Outlier ville være positiv absolut og relativt.	Påvirker ikke	Påvirker ikke
Bund 25					
1. Absolut udvikling	Negativ	Negativ	Negativ	Negativ	Negativ
2. Relativ udvikling	Negativ	Positiv	Negativ	Negativ 2 ud af 3	Positiv
3. Robusthed	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
4. Outliers	Påvirkes	Påvirkes ikke	Påvirkes ikke	Påvirkes ikke	Påvirker ikke
Forklaring:					
Positiv	Fortæller hvis alle 3 middelværdier for start år undersøgelserne er positive				
Negativ	Fortæller hvis alle 3 middelværdier for start år undersøgelserne er negative				
2 ud af 3	Angiver i hvor mange start år nøgletallen enten er positiv eller negativ				
Blandet	Hvis der både er positiv, negativ og 0 resultat				
Robust	Hvis det positive eller negative resultat også afspejles af antal vundne år.				

Bilag 7: Regnskabsdata Unifeeder:

Regnskabsdata for Unifeeder A/S

Beskrivelse	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	3.207.226,00	2.567.921,00	1.904.843,00	2.992.756,00
Produktionsomkostninger	-2.700.500,00	-2.095.428,00	-1.439.804,00	-2.308.414,00
Bruttoresultat	506.726,00	472.493,00	465.039,00	684.342,00
Administrationsomkostninger	-360.073,00	-341.953,00	-298.632,00	-311.170,00
Andre driftsindtægter	4.050,00	3.836,00	4.240,00	5.744,00
Andre driftsomkostninger	-1.194,00	-1.667,00	-1.306,00	-1.412,00
EBIT	149.509	132.709	169.341	377.504
Indtægter kapitalandele associerede virksomhed	651,00	739,00	-5.725,00	-1.898,00
EBIT - inklusiv kapitalandele fra ass. Selskab	150.160	133.448	163.616	375.606
Skat af driften*	-16.107,70	-17.192,19	-2.390,01	-11.126,78
NOPAT	134.052	116.256	161.226	364.479
Finansielle indtægter	14.764,00	2.361,00	23.415,00	17.844,00
Finansielle omkostninger	-52.232,00	-78.342,00	-89.664,00	-160.366,00
Renteskatteskjold	4.036,70	9.843,19	935,01	4.200,78
Resultat af finansielle aktiviteter efter skat	-33.431,30	-66.137,81	-65.313,99	-138.321,22
Årets resultat	100.621	50.118	95.912	226.158
Resultat før skat uden kapitalandele ass. Selskab	112.041,00	56.728,00	103.092,00	234.982,00
Skat	-12.071,00	-7.349,00	-1.455,00	-6.926,00
Effektiv skat	-10,8%	-13,0%	-1,4%	-2,9%

Immaterielle anlægsaktiver	2.423.995	2.575.254	2.726.729	2.744.899
Materielle anlægsaktiver	10.253	12.185	13.141	9.660
Kapitalandele i associerede selskaber	57.861	59.401	61.568	70.220
Deposita	549	645	645	1.150
Finansielle anlægsaktiver	58.410	60.046	62.213	71.370
Anlægsaktiver	2.492.658	2.647.485	2.802.083	2.825.929
Bunkersbeholdning (Varebeholdning)	43.815	39.124	20.552	13.874
Tilgodehavende salg	277.367	310.708	284.867	238.673
Andre tilgodehavender	20.779	17.197	11.570	7.982
Udskudt skat	-	-	-	76
Tilgodehavende selskabsskat	2	219	1.273	8.025
Periodeafgrænsningsposter	11.087	8.922	5.222	14.842
Driftsaktiver	2.845.708	3.023.655	3.125.567	3.109.401
Selskabsskat	1.809	5.224	2.109	5.220
Anden gæld	59.063	90.787	138.421	123.628
Periodeafgrænsningspost	13.013	3.846	18.468	10.857
Hensættelser	8.334	8.575	8.692	24.074
Leverandører af varer og tjeneste ydelser	274.100	309.086	261.454	181.856
Driftsforpligtelser	356.319	417.518	429.144	345.635
Investeret kapital	2.489.389	2.606.137	2.696.423	2.763.766

Egenkapital (Koncernen)	1.569.162	1.467.915	1.389.411	1.286.555
Kreditinstitutter	1.214.540	1.425.964	1.463.137	1.750.914
Kreditinstitutter kort	-	44.294	-	-
Gæld til tilknyttet virksomhed	3.705	3.465	5.404	1.151
Finansielle forpligtelser	1.218.245	1.473.723	1.468.541	1.752.065
Værdipapir	62	63	62	73
Likvide beholdninger	297.956	335.438	161.467	274.781
Finansielle aktiver	298.018	335.501	161.529	274.854
Nettorentebærende gæld	920.227	1.138.222	1.307.012	1.477.211
Investeret kapital	2.489.389	2.606.137	2.696.423	2.763.766

Bunkersbeholdning (Varebeholdning)	43815	39124	20552	13874
Tilgodehavende salg	277367	310708	284867	238673
Leverandører af varer og tjeneste ydelser	274.100	309.086	261.454	181.856
NWC	47.082	40.746	43.965	70.691

Anlægsaktiver Ultimo	2.492.658	2.647.485	2.802.083	
Afskrivninger	-158.790	-158.612	-151.110	-151.681
Anlægsaktiver primo	2.647.485	2.802.083	2.825.929	
Capex	3.963	4.014	127.264	

EBIT	150.160	133.448	163.616	375.606
Afskrivninger	158.790	158.612	151.110	151.681
Ændring Bunkersbeholdning	-4.691	-18.572	-6.678	
Ændring Tilgodehavende	27.811	-34.114	-33.334	
Ændring Driftsforpligtelser	-61.199	-11.626	83.509	
Pengestrømme drift (CFO)	270.871	227.748	358.223	
Capex	-3.963	-4.014	-127.264	
Frit Cash Flow	266.908	223.734	230.959	
Finansielle indtægter	14764	2361	23415	
Finansielle omkostninger	-52232	-78342	-89664	
Ændring nettorentebærende gæld	217.995	168.790	170.199	
Cash flow til ejere	180.527	92.809	103.950	

Bilag 8: Beta debt og rebalancering:

I opgaven kommenteres på nogle forhold omkring betydningen af om beta værdien af gæld er 0 i forbindelse med estimering af cost of capital. Samtidig kan en fast WACC ligeledes være problematisk, da kapitalstrukturen i princippet bør rebalanceres løbende.

Derfor vil nogle af disse forhold kort blive redegjort for:

Hvilken effekt har den manglende gælds risiko justering for gæld:

Når man skal finde virksomhedens afkastkrav vha. af sammenligningsselskaber, eller blot finde det nye afkastkrav ved ændret gearing.

I USA estimerer man beta debt ved at beregne betaværdien for gælden på samme måde som egenkapitalen. Dette skyldes, at der på det amerikanske marked findes et langt højere antal handlede virksomhedsobligationer, og dermed har man nemmere ved at estimere beta. De benytter samme metode som aktier og bruger derfor også CAPM.

Samtidig bør man værdien af gælden være markedsværdien, og er denne ikke beregnet bør man estimere værdien ud fra ydelserne og den effektive forrentning. Er der stor usikkerhed vil gældens bogførte og markedsværdi være væsentlig forskellig, er gælden derimod mindre usikker vil kursen være omkring 100 og dermed lignende restgælden.

Ifølge praktikere er gælden dog i princippet risikofri for virksomheder med en rating på over BBB, da kreditorerne i det store hele for deres penge tilbage, og at ydelserne bliver betalt til tiden. (Koller, Goedhart og Wessels, Valuation 2010)

Hvis man ikke har mulighed for at estimere gælden ud fra markedskurserne, kan man benytte CAPM. Da CAPM teoretisk estimerer alle aktiver, såvel aktier, guld, ejendomme og dermed også gæld ift. markedet kan man dermed bruge samme metode som til estimering af ejerafkastkravet:

CAPM har følgende formel

$$r_e = r_{\text{risikofri}} + r_{\text{marked}} * \text{beta}_{\text{equity}}$$

isoleres beta giver det følgende formel

$$\text{Beta}_{\text{equity}} = \frac{r_e - r_f}{r_m}.$$

Analogt kan beta debt udregnes som:

$$r_d = r_{risikofri} + r_{marked} * \beta_{debt}$$

$$\beta_{debt} = \frac{r_d - r_f}{r_m}$$

Årsagen til formelen kan virke forvirrende skyldes, at risikopræmien på markedet ofte som proxy benytter et aktieindeks, men i princippet burde være afvejningen af afkastet på alle aktiver i markedet.

Rebalancering og cost of capital:

En anden problemstilling er om man skal benytte den nuværende kapitalstruktur eller en fremtidig Target Kapitalstruktur til WACC. Bruges den nuværende bør man løbende rebalancere WACC, da de fleste virksomheder ikke tilpasser kapitalstrukturen i forbindelse med årets resultater.

WACC har den antagelse at virksomheden i princippet rebalancerer niveauet kontinuerligt. Derfor har selskabet i perioden haft et positivt resultat, vil egenkapitalen stige og gældsniveauet være ændret. Derfor kan selskabet vælge at tage mere gæld eller udbetale pengene til ejerne for at holde niveauet. Derimod har selskabet leveret et dårligt resultat, skal det i princippet betale mere af på gælden eller indskyde mere egenkapital. Dette er ofte ikke tilfældet, hvorfor man bør rebalancere WACC løbende.

Vil man nøjes med at rebalancere engang om året, i stedet for kontinuerligt, kan det betale sig at benytte Miles-Ezzell rebalanceringsformel. Forskellen mellem denne og WACC er at formelen indregner en risikofor at skatteskjoldet ikke bliver som det estimeres. Denne risiko defineres som lånerenten r_{debt} .

$$r_{Miles-Ezzell} = r_a + \frac{\text{Nettorentebærende Gæld}}{\text{Investeret kapital}} * r_d * \text{Skattesatsen} * \left(\frac{1 + r_d}{1 + r_a} \right)$$

Hvis virksomheden overhovedet ikke rebalancere, bør selskabet i stedet benytte APV, da denne værdiansætter virksomheden som 100% egenkapitalfinansieret, og herefter laver den en separat værdiansættelse af de finansielle forhold. Dette er rentefradraget, men også evt. konkursomkostninger. Såvel renteskatteskjoldet som konkursomkostninger.

Ellers kan man unlever og relever afkastet igen, som blev beskrevet i Unifeeder eksemplet. Først findes den nye rente som man skal låne ved højere eller lavere gearing. Herefter estimeres det nye ejerafkastkrav, hvorefter det sættes ind i WACC igen. Denne kræver dog at man mener at risikoen for udnyttelsen af renteskatteskjoldet har samme risiko som den operationelle risiko for driften.