

Kandidatafhandling
Cand.merc.aud
Copenhagen Business School, 2017
Afleveringsdato: 14. september 2017



CBS

COPENHAGEN
BUSINESS SCHOOL

HANDELSHØJSKOLEN

VÆRDISKABELSE I PRIVATE EQUITY FONDE - I TEORI OG PRAKSIS

VALUE CREATION IN PRIVATE EQUITY FUNDS
- IN THEORY AND PRACTICE

Forfatter: Nicolaj Svane

Vejleder: Christian Aarosin

173.225 anslag inkl. mellemrum
Antal sider (inkl. tabeller og illustrationer): 80

Executive summary

In recent time, private equity funds have got more and more attention. Controversial takeovers, like the TDC buyout, have led to hard criticism. Private equity funds are usually closed about the details in their investments, what they pay, what they earn and how they create value. This leads to many myths and prejudices.

The value creation is the fundamental function in private equity funds' investments. Through operational improvements, consolidation, improvement of price multiple, financial gearing and active ownership, the private equity funds try to raise the value of their portfolio companies, earn an exit price higher than the entry price and pay their investors a satisfying return.

The results show that their methods in practice are broadly equal to the theory and that the operational improvements are the most used strategy. E.g. reduce costs, raise EBITDA and streamline the operational procedures. It is the improvement of multiple which creates most value in practice. However, the result is only based on two case studies. In theory, the strategy which creates most value is buy-and-build. By using this method, the private equity fund creates a larger company and improves price multiple, as it raises its revenue and EBITDA.

The five different strategies do not exclude each other. Actually it is normal that the private equity funds more or less use all strategies. They takeover a target in a leveraged buyout, agree that the former owner keep a stake, place their own partners - or people from the network - in the board or management, they then improve the daily operation, acquire other companies and try to improve price multiple.

The discussion recognizes that all companies no matter if they are privately or public owned, have the same opportunities to use the five strategies mentioned above to create value. The only difference is self-financing. All company can use leverage finance, but only the private equity funds' portfolio companies may use self-financing through a debt-push-down. It is a controversial strategy which is subject to a lot of criticism.

In general, the criticism is hard and baldly. Facts disprove some of the critic points. It seems that the criticism is strongly affected by the political conviction of the person, who makes the criticism. However, some of the criticism is deserved, because of some poor examples with e.g. tax fraud or bankruptcy, while the private equity fund earns a high return. Fortunately, most private equity funds are playing by rules and are beneficial for the society by turn-arounds and the job creation leading to more taxes paid.

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY	2
INDHOLDSFORTEGNELSE	3
KAPITEL 1 - PROBLEM OG STRUKTUR	5
1.1 INDLEDNING	5
1.2 PROBLEMSTILLING OG PROBLEMFOMULERING	5
1.3 AFGRÆNSNING OG SYNSVINKEL	6
1.4 DEFINITIONER	7
1.5 TEORI OG METODE	8
1.6 VIDENSKABSTEORI	9
1.7 STRUKTUR	10
KAPITEL 2 - PRIVATE EQUITY FONDE	11
2.1 INDLEDNING	11
2.2 PRIVATE EQUITY FONDE	11
2.3 HISTORIE	11
2.4 ORGANISATION OG KAPITALREJSNING	11
2.5 ALTERNATIVE MULIGHEDER	14
2.6 FEES	15
2.7 STRATEGI	16
2.8 TIDSHORISONT	16
2.9 FRASALG	17
2.10 AFKAST	19
2.11 LEVERAGED BUYOUT	20
2.12 MANAGEMENT BUYOUT	21
2.13 VENTURE FONDE, HEDGE FONDE OG BUSINESS ANGELS	21
2.14 PRINCIPAL AGENT	22
2.15 DELKONKLUSION	23
KAPITEL 3 - VÆRDISKABELSE	24
3.1 INDLEDNING	24
3.2 TURN-AROUND	25
3.3 METODER TIL VÆRDISKABELSE	25
3.3.1 OPERATIONELLE FORBEDRINGER	26
3.3.2 KONSOLIDERING	27
3.3.3 STIGNING I PRISMULTIPLE	28
3.3.4 AKTIVT EJERSKAB	29
3.3.5 GEARING OG NEDBRINGELSE AF GÆLD	31
3.4 FORSKELLIGE STRATEGIER	34
3.5 PRAKSIS	34
3.6 UNDERSØGELSE 1	35
3.6.1 FORSKELLIGE FONDE, FORSKELLIGE METODER	42
3.6.2 HOLDETID	43

3.7 UNDERSØGELSE 2	43
3.7.1 DAKO	44
3.7.2 PIERRE.DK	47
3.7.3 TDC	50
3.7.4 GSV MATERIALEUDLEJNING	53
3.8 ER EN METODE BEDRE END ANDRE?	55
3.9 DELKONKLUSION	55
KAPITEL 4 - ANDRE METODER FOR KAPITALFONDENE?	57
4.1 INDLEDNING	57
4.2 OPERATIONELLE FORBEDRINGER	57
4.3 BUY-AND-BUILD	58
4.4 LØFT AF MULTIPLE	58
4.5 AKTIVT EJERSKAB	58
4.6 GEARING	60
4.7 HVAD ER MEST FORDELAGTIGT?	60
4.8 DELKONKLUSION	61
KAPITEL 5 - KRITIK AF KAPITALFONDE	62
5.1 INDLEDNING	62
5.2 MASSIV GÆLDSSTIFTELSE	62
5.3 PÅ BEKOSTNING AF MEDARBEJDERE	63
5.4 SKATTEUNDDRAGELSE	65
5.5 UGENNEMSIGTIGT OG UETISK	67
5.6 KORTSIGTEDE KAPITALFONDE	67
5.7 PERFORMANCE	69
5.8 DELKONKLUSION	70
KAPITEL 6 - KONKLUSION	71
KAPITEL 7 - DISKUSSION	72
LITTERATURLISTE	74
BILAG	82

Kapitel 1 - Problem og struktur

1.1 Indledning

Kapitalfonde har siden 00'erne fået mere og mere opmærksomhed. Med en række spektakulære investeringer i f.eks. TDC, Nets, OW Bunker og ISS har de gjort opmærksom på sig selv og deres arbejdsmetoder. De er en evig kilde til diskussion, om de er samfundsgavnlig eller -skadelig grundet deres arbejdsmetoder og korte tidshorisonter. Den tidligere socialdemokratiske statsminister Poul Nyrup Rasmussen langede hårdt ud efter fondene i sin bog 'I grådighedens tid - Kapitalfonde og kasinoøkonomi' og da Nets i 2014 blev købt af to amerikanske kapitalfonde, kaldte Enhedslisten det for "den værst tænkelige køber" (DR, 2014).

Et af de bedst kendte eksempler på et kapitalfondsejet dansk selskab er TDC. Teleselskabet blev i 2006 overtaget af et konsortium bestående af fem kapitalfonde. Købssummen på DKK 76 mia. gjorde overtagelsen til verdens næststørste leveraged buyout på daværende tidspunkt (Financial Times, 2005). TDC overtog en meget stor gæld, der var stiftet af fondene til at finansiere overtagelsen. Det lykkedes lige præcis ikke fondene at overtage så stor en del af TDC, at man kunne afnotere selskabet. Det gav en gennemsigtighed, man ellers ikke oplever normalt ved kapitalfondes investeringer. Offentligheden blev vidner til sparerunder, frasalge af datterselskaber og store ekstraordinære udbytter. Herefter fulgte megen diskussion, om kapitalfonde er ligeså værdiskabende for samfundet som for sig selv. Poul Nyrup Rasmussen (2007) gav udtryk for, at kapitalfondene er værdidestruerende for samfundet.

I Europa blev der rejst fonde for i alt EUR 4.034 mio. i 2007 (Invest Europe, 2016). Det er altså ikke nogen lille industri. Og når de endda gældsfinansierer en stor del af deres investeringer, bliver deres muligheder bare endnu større. På vegne af investorer investerer kapitalfondene i unoterede selskaber, udvikler dem og frasælger igen indenfor tre til syv år. I denne periode skal fonden skabe værdi, så der kan realiseres en gevinst, når investeringen frasælges. Et evt. afkast distribueres videre til investorerne.

Mange kendte selskaber, som vi alle har stiftet bekendtskab med før eller siden, er eller har været ejet af kapitalfonde. Et par hurtige eksempler er Lagkagehuset, Joe & The Juice, FitnessWorld, TDC, Københavns Lufthavne og Matas. Dette - kombineret med, at langt de fleste af os er indirekte investorer i kapitalfondene - gør, at kapitalfondene spiller en større rolle i samfundet og vores dagligdag, end man måske lige skulle tro.

1.2 Problemstilling og problemformulering

Kapitalfonde forbindes ofte med kapitalisme af værste skuffe. Fordommene er mange og går bl.a. på, at de kun har til formål selv at tjene penge - helt uden hensyntagen til ansatte og samfund. Deres plettede omdømme gør, at de sommetider udpeges som årsag til finanskrisen. Men er debatten om kapitalfonde overhovedet nuanceret? Eller er det bare nemt at skyde skylden for al verdens dårligdomme på dem? Tilfører de slet ikke samfundet noget godt?

Formålet med denne afhandling er at undersøge om, hvorvidt der er sammenhæng mellem teori og praksis i kapitalfondenes måder at skabe værdi på i deres investeringer. Ved at redegøre for teorien og anvende den i en lang række praktiske cases, vil jeg konkludere på, hvilke metoder der er hyppigst anvendt og hvilke metoder, der skaber mest værdi.

Som følge af kritikken og debatten om kapitalfonde, vil jeg videre undersøge, hvordan de i praksis skaber værdi i deres investeringer og sammenholde det med teorien. Jeg vil undersøge, om kapitalfonde performer bedre end sammenlignelige selskaber med andre ejerskabsformer. Medierne er hurtige til at fremhæve dårlige eksempler, hvor et porteføljeselskab går konkurs, afskediger ansatte eller på anden måde oplever en negativ udvikling. Knap så ofte hører vi om de mange gode historier - og dem er der heldigvis mange af - og hvordan de udviklede selskaber øger medarbejderstaben, skaber vækst og bidrager til statskassen med en større skattebetaling som følge af et forbedret resultat.

Derfor vil jeg også diskutere, om der er forskel på arbejdsmetoderne i selskaber ejet af kapitalfonde og selskaber med andet ejerskab. Har kapitalfonde andre metoder at anvende, eller er det egentligt de samme metoder, som børsnoterede og privatejede selskaber har?

Motivationen for emnet i denne afhandling skal findes i den kritik, der findes af kapitalfonde. Det negative fokus har vækket min interesse. Dette er kombineret med min fascination for, hvordan de forvalter investorenes kapital gennem opkøb, udvikling og frasalg af selskaber. Det negative lys på private equity fonde virker ikke altid lige sagligt og nuanceret. I den offentlige debat lader det ikke til, at folk er klar over, at det rent faktisk er deres egne pensionsmidler, der er en vigtig kilde til kapital for private equity fondene. Dermed er vi alle indirekte investorer i kapitalfonde.

Problemformulering

Det leder mig til en problemformulering, der er delt op i to overordnede spørgsmål:

Hvordan skaber private equity fonde værdi i deres investeringer og i hvor høj grad stemmer teori og praksis overens?

Hvilke forskelle i anvendelsen af metoder til værdiskabelse er der på at være kapitalfondsejet, privatejet og børsnoteret, og er der hold i kritikken af kapitalfonde?

1.3 Afgrænsning og synsvinkel

Selvom ordet kapitalfond dækker over flere investeringsklasser og risikoprofiler end private equity, så skal ordet fremadrettet forstås udelukkende som private equity fonde. Et kapitalfondsejet selskab forstås som ejet af en privat equity fond. Normalt vil kapitalfond også dække over venture fonde og hedge fonde. Da jeg hovedsagligt vil beskæftige mig med private equity i denne afhandling - og kun perspektivere til venture fonde og hedge fonde, hvor det er relevant - bruger jeg kun kapitalfond om private equity. Der vil ikke blive gjort væsentligt forskel på managementselskab og selve fonden. De vil som udgangspunkt være én enhed.

Som udgangspunkt holder jeg mig til fondes investeringer og investorerne til fondene. Jeg vil ikke beskæftige mig med co-investeringer eller fund-of-funds, men kun kort perspektivere til dem.

Jeg vil se på kapitalfondene med en objektiv synsvinkel og forsøge neutralt at belyse emnet fra flere vinkler. Der er delte meninger om kapitalfonde og derfor prøver jeg efter bedste evne at inddrage forskellige argumenter både for og mod og diskutere sagligt og nuanceret med respekt for flere holdninger og argumenter.

Jeg ser som udgangspunkt på danske kapitalfonde og bruger eksempler på danske selskaber. Hvor der måtte være mangel på danske eksempler, eller hvor det er relevant, inddrager jeg udenlandske kapitalfonde og selskaber. Jeg vil bruge elementer fra regnskabsanalyse til at se trends og udvikling over kapitalfondens ejertid, f.eks. gennem indeks- og nøgletal, for at undersøge, hvilke metoder der er anvendt til værdiskabelse.

Når jeg ser nærmere på kapitalstruktur og finansiering af overtagelser, vil jeg ikke komme nærmere ind på de forskellige typer af gæld og sammensætning af finansiering, da formålet med afhandlingen ikke er at analysere de forskellige typer af gæld. Der vil kun blive omtalt skat omkring gearingen og i diskussionen. Som en kapitalfond har afhandlingen et finansielt synspunkt.

I researchen til denne afhandling er der blevet studeret meget litteratur. Her støder man ofte på forskellige definitioner af de samme ord og begreber. For at have en klar linje allerede fra starten, vil jeg i sektionen nedenfor definere de mest branchespecifikke begreber, der vil blive brugt i løbet af denne rapport. Således er der en klar linje for definitioner og meninger fremadrettet.

Formålet med de ovenstående afgrænsninger er at sikre, at afhandlingens fokus forbliver på problemet omkring metoder til værdiskabelse i kapitalfonde og deres porteføljeselskaber.

1.4 Definitioner

I researchen er jeg stødt ind i mange begreber, der faktisk betød det samme. For at skabe en klar forståelse for denne afhandling, er nedenfor oplistet de mest almindelige begreber indenfor private equity branchen. Ordlisten er kraftigt inspireret af Danish Venture Capital and Private Equity Associations (DVCA) ordliste i artiklen 'Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde' (2015).

- Akkvisitionsselskab: Et holdingselskab oprettet med det formål at overtage et målselskab
- Buyout: Hel eller delvis overtagelse af porteføljeselskab
- Carried interest: Partnerens andel af afkast. Typisk 20% af det afkast, der ligger ud over hurdle rate, som normalt er 8% årlig IRR
- Commitment: Tilsagn om kapital fra investorer. Investorerne er forpligtet af deres kapitaltilsagn

- Debt-push-down: Manøvren, hvor gæld skubbes fra det overtagne selskab ned i målselskabet
- Exit: Frasalg af porteføljeselskab
- Fund-of-funds: En kapitalfond, der investerer i andre kapitalfonde
- Hurdle rate: Det afkast i procent, investoren som minimum skal forrentes med, før partnerens afkast starter. Normalt på 8% IRR årligt
- IRR: Internal rate of return. Opgøres brutto eller netto
- Leveraged buyout: En buyout hvor gæld udgør en stor del af finansieringen
- Management buyout: En LBO hvor porteføljeselskabets ledelse deltager i overtagelsen
- Management fee: Årligt gebyr, investorerne betaler til fonden. Fondens betaler managementselskabet som betaling for administrations- og rådgivningsydelser
- Managementselskab: Selskabet der rejser fonde, administrerer og rådgiver eksisterende fonde samt overvåger porteføljeselskaber. Betales af fonden for dets ydelser
- Målselskab: Et selskab som kapitalfondens ønsker at overtage
- PIPE: Private Investment in Public Entity. Overtagelse af et børsnoteret selskab
- Porteføljeselskab: Et selskab i kapitalfondens portefølje
- Rekapitalisering: Ændring af kapitalstruktur i et porteføljeselskab, hvor gælden er nedbragt. Ny gæld erstatter egenkapital, der kan distribueres til fondens investorer
- Secondary buyout: Salg af porteføljeselskab fra en kapitalfond til en anden
- Set-up fee: Engangsgebyr, investorerne betaler til fonden til dækning af stiftelses- og oprettelsesomkostninger.

Flere af definitionerne vil i kapitel 2 blive uddybet, hvor der detaljeret redegøres for kapitalfondene. Fremadrettet vil jeg skelne mellem tre forskellige ejerformer:

- Børsnoteret selskab: Et aktieselskab der er optaget til handel på en offentlig børs
- Kapitalfondsejet: Et selskab ejet af en kapitalfond
- Privatejet: Et selskab der hverken er børsnoteret eller kapitalfondsejet, men på anden måde privatejet

Det bliver vigtigt i kapitel 4 at skelne mellem disse tre ejerformer, når jeg diskuterer forskellene mellem dem og hvornår den ene er mere fordelagtig fremfor den anden.

1.5 Teori og metode

Den primære teori, der vil blive anvendt til behandling af problemstillingen, er teori om kapitalfondens metoder. Herunder både om driften af dem, men i overvejende grad deres måde at skabe værdi på. Jeg vil se på, hvilke måder kapitalfonde kan skabe værdi på og diskutere, hvordan metoderne bruges i praksis. Når jeg har gennemgået den teoretiske værdiskabelse, anvendes teorien på praktiske cases for at sammenligne den teoretiske

gennemgang med, hvordan kapitalfondene faktisk skaber værdi. Der bliver kort inddraget teori om livscyklussen for selskaber og hvordan det er relevant for kapitalfonde.

Modigliani og Millers teori om kapitalstruktur og kapitalomkostninger anvendes til at undersøge værdiskabelsen gennem gearing og rekapitalisering. Også deres teori om kapitalomkostninger og WACC vil blive inddraget. Rappaports teori om shareholder value vil ligeledes blive lettere inddraget.

Der vil blive brugt teori om corporate governance til at undersøge og diskutere kapitalfondens aktive ejerskab og porteføljeselskabets ledelsesafløbning og -medejerskab som metoder til at skabe værdi. Principal agent-teori (PA-teori) inddrages til at diskutere interessekonflikter og hvordan investorerne sikrer, at kapitalfondene forvalter deres commitment på en ansvarlig og etisk måde, ligesom jeg også bruger PA-teori til at se på forholdet mellem kapitalfondene og porteføljeselskaberne.

Teori om regnskabsanalyse anvendes til at analysere udviklingen i porteføljeselskabernes finansielle stilling under kapitalfondsejerskab. Jeg vil også anvende teori om kapitalstruktur til at analysere porteføljeselskabernes finansiering og ændring i kapitalstruktur i forbindelse med kapitalfondens overtagelse.

Teorien for kapitalfondens værdiskabelse bliver anvendt ved først at blive redegjort for og herefter blive sammenholdt med en gennemgang af praktiske cases og eksempler. Jeg vil se på, om den praktiske værdiskabelse stemmer overens med den teoretiske, hvilken metode der anvendes hyppigst og se på, om én metode er bedre end andre. Således der til sidst bliver konkluderet, om teori og praksis i grove træk stemmer overens. Der vil blive anvendt teori og lovgivning om forskellige ejerskabsformer - kapitalfondsejet, privatejet og børsnoteret - for at diskutere forskellene mellem disse, om der kan dokumenteres forskel på vækst og på ejernes adfærd.

1.6 Videnskabsteori

For at opnå den bedste tilgang til denne afhandling, anvender jeg to paradigmer. Ved at anvende to, fremfor kun ét, bliver tilgangen mere fleksibel. Jeg låser mig ikke fast på én metode, men kan se data fra forskellige vinkler.

Det fortolkende paradigme tror på, at viden er subjektiv, hvor det kritiske paradigme forholder sig kritisk overfor viden. I denne afhandling er det særligt vigtigt at være kritisk, da forfattere kan have forskellige motiver. En af bøgerne, der er brugt som kilde, er skrevet af tidligere socialdemokratiske statsminister Poul Nyrup Rasmussen. Han har, som socialist, en særlig negativ og kritisk indstilling overfor kapitalfonde. Robert Spliid - finansmand og forfatter til to bøger brugt som kilder - er anderledes positivt indstillet overfor kapitalfonde.

Ved at kombinere en subjektiv vurdering og en kritisk indstilling overfor kilderne, opnås en stærkere tilgang. Når forfattere er påvirket af deres egen holdning, kan sandheden blive

fortolket på forskellige måder. Derfor er det vigtigt at forholde sig kritisk. Kun ved at være kritisk opnås en objektiv og nuanceret afhandling.

Der vil i denne afhandling blive brugt et stort antal kilder, herunder både akademisk litteratur, avisartikler og rapporter. Hver gang en kilde bliver benyttet, er dens troværdighed vurderet på forhånd, ligesom dens politiske dagsorden også bliver overvejet. Denne overvejelse er særligt relevant, når jeg diskuterer argumenter for og mod kapitalfonde.

1.7 Struktur

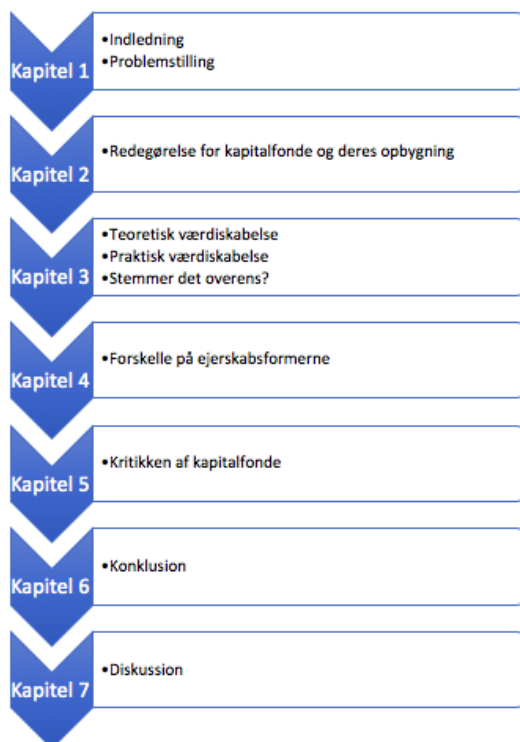
I kapitel 2 bliver der redegjort teoretisk for kapitalfondene, deres struktur, opbygning og formål for at skabe fundamentet for afhandlingen.

I 3. kapitel kigger jeg nærmere på den teoretiske værdiskabelse. Derefter sammenholder jeg teorien med praksis, ved dels at lave en analyse af et større antal cases og dels ved at analysere et færre antal cases lidt dybere.

Derefter - i kapitel nummer 4 - ser jeg på forskellene mellem kapitalfondsejede, privatejede og børsnoterede selskaber og om der er forskel på, hvilke metoder de kan anvende til at skabe værdi.

I 5. kapitel diskuterer jeg den kritik, der er af kapitalfonde. Jeg vil prøve at se, om der er hold i kritikken, eller om jeg måske kan modbevise den.

I kapitel 6 runder jeg af med en konklusion efterfulgt af diskussion i kapitel 7.



Kapitel 2 - Private equity fonde

2.1 Indledning

For at skabe en forståelse om kapitalfonde, vil jeg i dette kapitel teoretisk redegøre for deres sammensætning og funktion. Jeg kommer ganske kort omkring historien, derefter organisation, rejsning af fond, investorer, strategi og tidshorisont. Afslutningsvis perspektiverer jeg kort til venture fonde, hedge fonde og business angels og ser lidt på, hvordan de adskiller sig fra private equity.

2.2 Private equity fonde

Den mest kendte form for kapitalfond i Danmark er private equity fonde. De har tidligere gjort sig bemærket med flere spektakulære buyouts, både i Danmark og i udlandet, hvor overtagelsen af TDC i 2006 nok er det bedst kendte danske eksempel.

Kapitalfondenes formål er at investere i majoritetsandele i unoterede selskaber, udvikle disse og frasælge igen med gevinst til investorerne indenfor fondens 10-årige levetid. Kapitalfonde investerer på vegne af deres investorer, der har givet et commitment. Investeringerne kaldes leveraged buyout (LBO), da de ofte finansieres med en meget stor andel af gæld. Nogle gange helt op til 80%. Kapitalfondene har forskellige metoder, de bruger i bestræbelserne efter værdiskabelse. Det er essentielt at skabe værdi for at kunne honorere investorerne med et afkast af deres investeringer i fondene.

2.3 Historie

Kapitalfondenes historie går helt tilbage til 1960'erne, hvor de første kapitalfondslignende formationer ses. Gennembruddet kommer i 1980'erne, hvor der sker et boost i antallet af buyouts på grund af attraktive ændringer af love og skattesystemer. I 1980'erne gennemføres flere end 2000 buyouts til en samlet værdi af over USD 250 mio. Primært i USA (HVCA, 2017).

I midten af 00'erne sker igen et boost. Markedet var ellers stagneret som følge af IT-boblen, hvor både børsnoterede selskaber og fonde blev alvorligt ramt. Buyouts blev færre og med mindre gældsfinansiering. Der gik ikke mange år, før der igen kom et boost. Denne gang ikke kun i USA, Europa var også med. Renten var lav, hvilket gjorde finansiering til opkøb billig. Den finansielle krise fra 2008 gjorde dog ondt. Antallet af buyouts halveres på kort tid. Flere store banker foretager store nedskrivninger af deres udlån. Markedet stod nærmest stille. Igen går der dog ikke lang tid før antallet af buyouts er tilbage på et højt niveau. I 2010 udførte kapitalfonde 3.380 transaktioner til en samlet værdi af USD 225 mia. (Corporate LiveWire, 2012).

2.4 Organisation og kapitalrejsning

Det helt essentielle bag en kapitalfond er managementselskabet. Det er et administrations-selskab og det centrale element i organisationen. Det yder administrations- og rådgivnings-

opgaver for de rejste fonde. Managementselskabet er organiseret enten som et kapitalselskab eller et partnerselskab (P/S). Managementselskabet beskæftiger højt specialiserede partnere og analytikere, der er ansvarlige for rejsning, administration og rådgivning af fonde.

Selve fonden organiseres som et kommanditselskab (K/S), et limited partnership, og er omfattet af andre regler end kapitalselskaber. F.eks. er et K/S skattetransparent, hvilket vil sige, at selve fonden ikke beskattes. Partnerne i fonden (investorerne) beskattes direkte af deres afkast. Ofte etableres K/Set i Luxembourg, Kanaløerne eller Cayman Islands. Man kan tiltrække udenlandske investorer ved at etablere fonden et af disse steder. Årsagen til dette er, at investorerne kender reglerne disse steder. De slipper for at skulle sætte sig ind i nye regler hver gang, de vil investere i fonde i et nyt land.

For at rejse en fond, kræves interesserede investorer. Investorerne giver et commitment, hvilket forpligter dem i hele fondens levetid til at betale det committede beløb til fonden. De indbetaler altså ikke beløbet ved fondens rejsning, men efterhånden som fonden laver capital calls på dele af den committede kapital, skal de overføre det kaldte beløb til fonden. Commitment gives bl.a. af finansielle institutioner, såsom pensionselskaber, forsikringselskaber, investeringsselskaber, banker og lignende. Det kan også være investeringer fra andre fonde eller meget velhavende privatpersoner.

I K/Set deltager kapitalfonden som general partner, der hæfter ubegrænset, og investorerne deltager som limited partners, der hæfter begrænset med deres indskud i fonden, heraf ordet limited. Investorerne betaler et management fee til fonden. Dette fee bliver brugt til at købe administrations- og rådgivningsopgaver fra managementselskabet.

Investorerne investerer typisk i flere kapitalfonde som en risikospredning i deres investeringsportefølje, hvor kapitalfonde er en del af de alternative investeringer. Investorerne overlader investeringsarbejdet til kapitalfondene, da de har mere specifikt markedskendskab og erfaring med investering i privatejede selskaber. Hvis de finansielle institutioner skal foretage investeringer selv, vil det kræve betydelige ressourcer til bl.a. rekruttering af personale med knowhow og erfaring. Nogle institutter opretter afdelinger med ansvar for at investere i fonde.

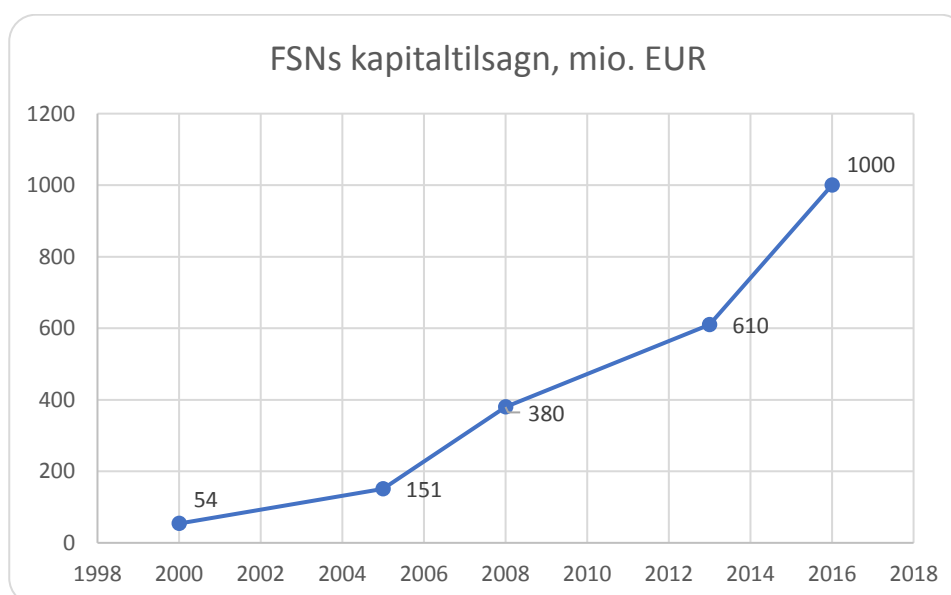
Den danske kapitalfond Capidea har rejst to fonde med følgende sammensætning investorer:



Figur 1 - Data: Capidea, 2017 Illustration: Egen tilvirkning

Man kan se, at managementselskabet som general partner selv bidrager med kapitaltilsagn til fonden. Normalt committer managementselskabet sig til 1% af det samlede beløb gennem et til formålet stiftet kapitalselskab. Nogle gange mere (Demaria, 2010). Fondens investorer kræver, at partneren er medinvestor i fonden, så partneren har "hånden på kogepladen". Taber fonden penge, taber partneren også penge (DVCA, 2017). På grund af sammensætningen af investorer, er vi alle indirekte investorer i en fond gennem vores bank eller pensionselskab.

Når managementselskaberne præsterer godt og leverer gode resultater, tiltrækker det nye investorer og de eksisterende er villige til at give et endnu større commitment. Nedenstående diagram viser udviklingen i kapitalfonden FSNs fem rejste fonde:



Figur 2 - Data: FSN, 2017

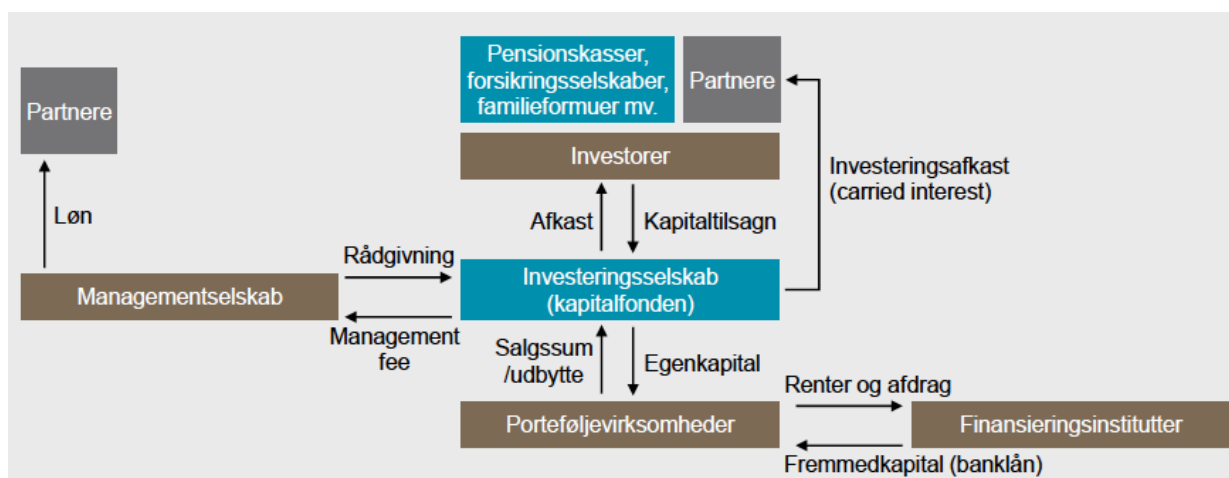
Illustration: Egen tilvirkning

Et vigtigt aktiv for kapitalfonden er dens omdømme. Har fonden et godt omdømme, er det muligt at tiltrække nye investorer og mere kapital fra eksisterende. Ligeledes kan de forhandle bedre vilkår for dem selv overfor investorerne (Demaria, 2010). Robert Spliid tilføjer, at det ikke kun er kapitalfondens tidligere performance, der er afgørende for evnen til at tiltrække investorerne. Det er i lige så høj grad de enkelte dealmakers og deres track record, der tiltrækker kapital fra investorerne.

Spliid (2007) nævner et glimrende eksempel. Da Harald Mix forlod den svenske kapitalfond Industri Kapital i 2001, fik det alvorlige konsekvenser for kapitalfonden. I 2000 rejste den en fond med commitment for EUR 2,1 mia., men i 2004 kunne Industri Kapital kun rejse EUR 825 mio.

Harald Mix etablerede en ny kapitalfond, Altor, med et godt team. De kunne i 2003 rejse den første fond med commitment på EUR 650 mio. Denne præsterede så godt, at Altor i 2006 rejste en ny fond på EUR 1,15 mia. Enkeltpersoners og teams omdømme har altså i høj grad betydning for investorerne.

For at afrunde afsnittet om kapitalfondenes skruktur, er det relevant at se på denne illustration, der giver et glimrende overblik over opbygningen af og forholdet mellem management-selskab, investorer og fonde:



Figur 3 - Illustration: Axcel, 2012

2.5 Alternative muligheder

Et alternativ til kapitalfonde er selv at investere direkte i porteføljeselskaber. Fordelen er, at man selv bestemmer over sine investeringer og i hvilke selskaber de foretages. Herved har man altså kontrol over sine investeringer og kan fokusere på bestemte brancher. Man slipper for at betale gebyr til fonden, der er mellemløbet. De penge kan nu bruges på investeringer.

Ulemperne er, at det er både besværligt og dyrt at opnå samme viden og erfaring som kapitalfondene har brugt årevis på at opbygge. Hvis man skal performe bedre end kapitalfondene, kræver det mindst den samme viden, som de ligger inde med. Det er de færreste, der er i stand til at hamle op med kapitalfondene. Bedst eksemplificeret med pensionskassen PKAs tab på mere end DKK en mia. i deres investering i dækvirksomheden Genan (Finans, 2016).

Nogle finansielle institutioner opretter afdelinger, der er ansvarlige for institutionens investeringer i fonde og co-investeringer. Eksempler på finansielle institutioner med egne private equity-afdelinger er ATP (ATP Private Equity Partners) og Danske Bank (Danske Private Equity).

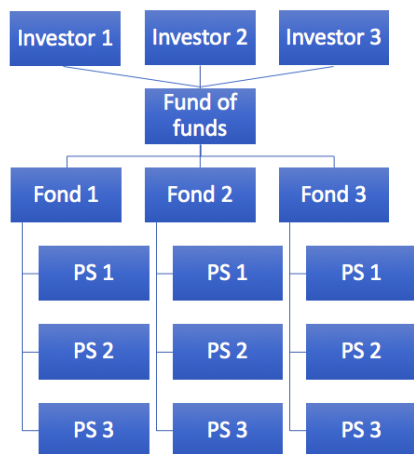
Danske Private Equity skriver på sin hjemmeside:

“Founded in 1999 Danske Private Equity is one of Europe’s leading fund-of-funds with EUR 3.7bn under management.” (Danske Private Equity, 2017)

De beskæftiger sig altså med fund-of-funds, der er en anden investeringsmulighed for investorerne. Her investerer man i en fond, der investerer videre i flere fonde. Derved kan man som investor diversificere sine investeringer yderligere, når fonden investerer i fonde over hele verden. Dog er det også forbundet med yderligere omkostninger. Dels betaler man gebyrer direkte til fonden, man investerer i, og dels indirekte gebyrer til de underliggende

fonde (Demaria, 2010). For kapitalfondene, som jeg ser på i denne afhandling, er fund-of-funds en investor.

Illustrationen viser noget forsimplet, hvordan fund-of-funds fungerer. Investorer giver commitment, fonden investerer i andre fonde, der investerer i porteføljeselskaber (PS'erne).

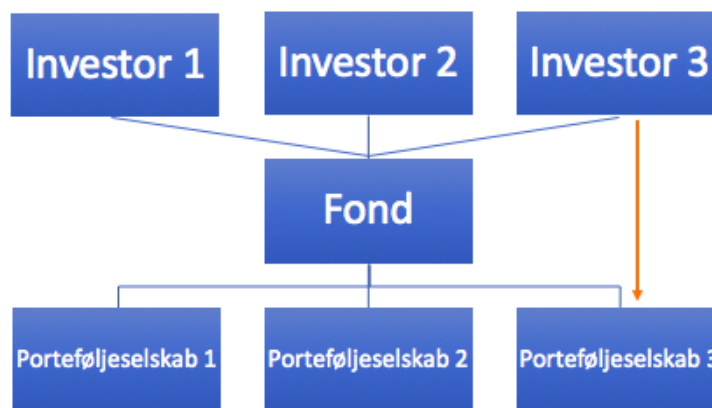


Figur 4 - Illustration: Egen tilvirkning

Fonden finder de bedste fonde at investere i, herunder med hensyn til diversificering i fondenes strategi, f.eks. omkring geografi, størrelse på målselskaber og lignende.

Et andet alternativ er co-investering. Når en fond vil investere i et målselskab, kan den invitere en investor med. Investoren investerer så direkte i selskabet, typisk en minoritetsandel. Det kan være nødvendigt med en co-investor, der bringer mere kapital, for at opnå kontrol over målselskabet. F.eks. hvis en interessant investeringsmulighed opstår, men fonden allerede har brugt en del af dens commitment på andre investeringer. Co-investoren er typisk allerede investor i fonden.

Co-investering kan være rigtig interessant for en investor, fordi man her selv kan bestemme, om man vil være med eller ej. Det kan man som bekendt ikke med kapitaltilsagnet, man har givet fonden. Man betaler heller ikke management fee til fonden. Som regel er arbejdet med due diligence også lavet på forhånd. Ved co-investering slipper co-investoren altså billigere end ved investering gennem fonden. Illustrationen viser ganske simpelt, hvordan en co-investering fungerer "udenom" fonden med den orange pil fra co-investor til porteføljeselskab.



Figur 5 - Data: Axial, 2016

Illustration: Egen tilvirkning

2.6 Fees

Investorerne betaler normalt 1% af deres commitment i set-up fee. Herefter betaler de et løbende management fee på 1,5% til 2,5% årligt. Dette fee går til at dække omkostninger til de løbende opgaver, der håndteres af managementselskabet. Det kan f.eks. være analyser, rådgivning, ledelse af fonden og rapportering. I starten af fondens levetid har den endnu ikke tjent penge på investeringerne, hvorfor det er nødvendigt, at der betales til afholdelse af diverse omkostninger (Demaria, 2010).

2.7 Strategi

De rejste fonde har normalt en strategi, der specificerer hvilke selskaber, den ønsker at investere i. Det kan være angående målselskabets størrelse, i hvilken fase af livscyklussen målselskabet befinder sig i, industrien det opererer i, geografisk placering og målselskabets nuværende situation. Ved nuværende situation skal forstås, om virksomheden f.eks. står foran generationsskifte, ekspansion til udlandet, er i krise eller lignende. Den svenske kapitalfond EQT - der også er aktive i Danmark - rejste i 2017 en fond med følgende beskrivelse:

"EQT Mid Market Europe targets control or co-control investments in high-quality, medium-sized companies in Northern Europe (including the Nordics, DACH and the Benelux) with attractive value creation and growth potential. ..." (EQT, 2017)

Fælles for de fleste kapitalfonde er, at man ikke investerer i helt små, unge selskaber i start- og den tidlige vækstfase. Det er venture fondenes og business angels' område. Kapitalfonde foretrækker etablerede selskaber med en god position på markedet, udviklingspotentiale (nationalt som internationalt), konstant cash-flow, en kompetent ledelse og et klart defineret formål, der er målbart og realistisk. Prisen har naturligvis også en stor betydning. Der er her tale om en slags ønskeliste. Man kan som bekendt ikke altid få alt, man vil have, så sommetider må man gå på kompromis (Demaria, 2010).

Private investments in public entities (PIPE)

Ved private equity forstås private, unoterede selskaber. Dog lader fondene sig ikke altid begrænse af det. Det er bestemt ikke unormalt at se en fond købe et børsnoteret selskab med henblik på afnotering. Ved at afnotere et målselskab opnår man en ro omkring selskabet, da der ikke længere er aktier til offentligt salg og spekulation. Man opnår ro og slipper for at skulle aflægge kvartalsregnskaber og udsende selskabsmeddelelser. Det kan være godt for et selskab, der er dårligt kørende, at der kommer ro omkring det. Et nyligt eksempel er kapitalfonden Polaris' afnotering af Mols-Linjen (Børsen, 2016). Angiveligt ønsker Polaris i ro og mag at opbygge et stort, lønsomt færgeselskab, der senere kan være en lækkerbisken for pensionskasser at overtage (Økonomisk Ugebrev, 2016).

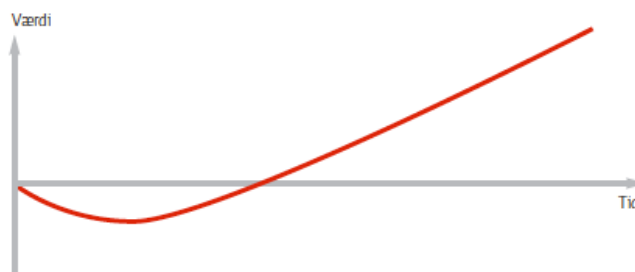
Omvendt er der en risiko for, at den begrænsede oplysningspligt kan misbruges til at foretage sig ting i selskabet, der ikke bliver oplyst om før den næste årsrapport skal offentliggøres. Det var frygten ved kapitalfondens forsøg på at afnotere TDC i 2006. Dette forsøg mislykkedes dog på grund af modstand fra ATP og medarbejderne. Investeringen i TDC var derfor en PIPE gennem hele holdetiden (Nyrup Rasmussen, 2007).

2.8 Tidshorisont

En fonds levetid er normalt sat til 10 år. I denne periode skal porteføljeselskaber være opkøbt, udviklet og frasolgt igen. Derefter afvikles og lukkes fonden.

Da der ligger et større arbejde i at finde egnede opkøbsmuligheder, overtage, udvikle og frasælge, er den normale ejertid af et porteføljeselskab på mellem tre og syv år. Groft sagt kan man sige, at de første fem år er til sourcing og investering og de sidste fem til frasalg (Demaria, 2010). Særligt i Danmark betyder det en del, at ejertiden er mindst tre år. Efter tre års ejerskab er gevinsten nemlig skattefri (Spliid, 2007).

Et af kendetegnene ved at investere i en kapitalfond er, at man som investor må væbne sig med tålmodighed før afkastet kommer. Investorerne skal være komfortable med J-kurven. Værdien i fonden kan nemlig sammenlignes med J-kurven, hvor der i starten er cash out-flow. Dels betales der set-up fee og management fee til managementselskabet, og dels kommer der capital calls, når der er klar til investeringer i de udvalgte målselskaber, så de kan blive overtaget.



Figur 6 - Illustration: DVCA, 2015

Først senere i fondens levetid begynder der at komme cash in-flow. Når investeringer frasælges kommer der penge tilbage til fonden og fondens værdi stiger. Som investor må man altså acceptere, at værdien af investeringen er negativ de første år og først på længere sigt giver afkast.

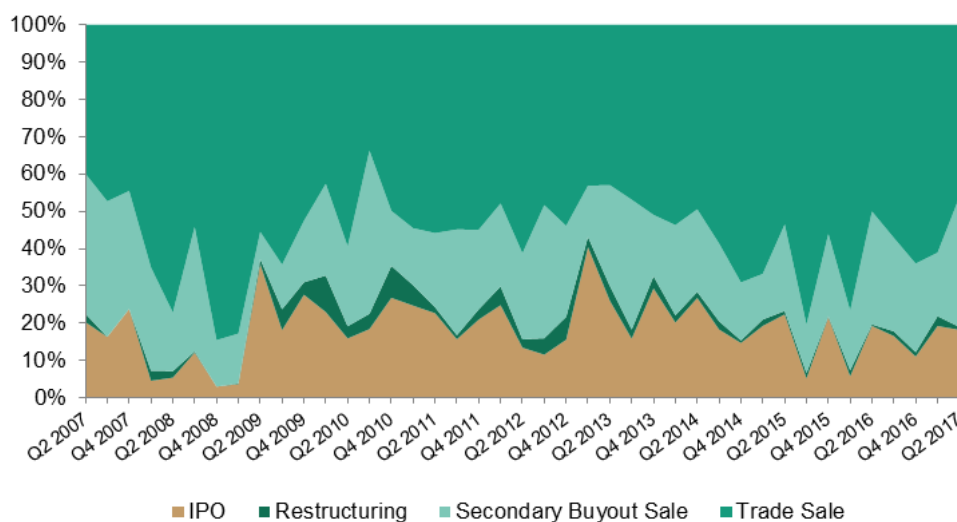
2.9 Frasalg

Kapitalfondenes formål er at realisere gevinst og tjene penge. Det sker ved salg af porteføljeselskaberne. Når tiden er inde til at frasælge et porteføljeselskab, er der forskellige måder at gøre det på. Vi skelner mellem fire forskellige måder at sælge:

- Initial Public Offering (IPO). Porteføljeselskabet børsnoteres og sælges helt eller delvist.
- Secondary buyout. Et salg mellem to kapitalfonde. Den oprindeligt ejende kapitalfond sælger til en anden kapitalfond, der dermed overtager kontrollen med selskabet. Heraf navnet secondary buyout.
- Industrisalg. Porteføljeselskabet sælges til et industriselskab, der køber af strategiske årsager og formentlig kan nyde godt af synergieffekter.
- Andet. Ikke de tre ovenstående. Dækker f.eks. over salg til et konsortium af forskellige privatpersoner.

Der findes ingen regler for, hvornår et salg skal finde sted og hvordan det skal sælges. Hovedreglen er en ejertid på tre til syv år. Det er i høj grad porteføljeselskabets modenhed, der er afgørende. Når selskabet er salgsmodent, opnås den højeste salgspris. Normalt er industrielle købere mere aggressive end andre fonde, fordi en industriel køber kan opnå synergifordele og derfor er villig til at betale en højere pris end en kapitalfond (Cumming, 2010).

Hvilket form for salg, der gennemføres, afhænger en del af stemningen på markederne og i den finansielle verden. Når der er "medvind" på børsen, er det attraktivt. Er der derimod en lunken stemning, er kapitalfondene mere tilbøjelige til at søge privat salg. Ifølge HVCA (2017) realiseres det største afkast normalt ved en IPO. Der er dog nogle ulemper ved IPO. En børsnotering betyder ikke nødvendigvis exit fra selskabet. I mange tilfælde beholder kapitalfonden en portion aktier og sælger derefter løbende, når aktierne faktisk er i handel. En børsnotering er et stort stykke arbejde, hvor der bl.a. skal udarbejdes et børsprospekt og inddrages mange interessenter. Noteringen er desuden åben og offentlig modsat et privat salg. Der kan også laves en dual track proces, hvor der både forbedres offentligt og privat salg. På den måde kan man presse prisen, og man har en plan B klar, hvis plan A mislykkes. Illustrationen nedenfor viser tydeligt, hvordan trenden for salg skifter løbende:



Figur 4 - Illustration: Preqin, 2017

Der findes flere eksempler på kapitalfonde, der har ført danske selskaber på børsen i nyere tid. Den danske kapitalfond Axcel sendte smykke-selskabet Pandora på børsen i 2010. Noget, der bliver kaldt "... sandsynligvis den bedste investering, en europæisk kapitalfond nogensinde har foretaget." Axcel købte 60% af Pandora for DKK 1,8 mia. i 2008. Ved børsnoteringen blot to år senere, var værdien af Pandora DKK 27 mia. Det estimeres, at Axcel fik sin investering 40 gange igen (Berlingske Business, 2014). Pandoras tid som børsnoteret har dog ikke været en dans på roser. Året efter ramte selskabet ind i en nedtur, der kostede to tredjedele af selskabets børsværdi. En sag, der kastede et mørkt lys over Axcel og hele markedet generelt (Berlingske Business, 2011).

Stemningen overfor kapitalfondenes IPO'er kan gøre det til en mindre attraktiv løsning fremadrettet. Udover Pandoras turbulente tid på børsen, så kaster også OW Bunkers konkurs en sort skygge over kapitalfondenes IPO'er. I fremtiden kan kapitalfonde være nødsaget til at give rabat ved offentligt salg (Berlingske Business, 2014). OW Bunkers blev børsnoteret efter en dual track proces, hvor private købere afviste en handel (DR, 2015).

På trods af fondenes mangeårige erfaring sker det alligevel, at der laves mindre gode handler. Handler, der enten realiseres et tab på, eller som ikke kan frasælges indenfor tidshorisonten.

Eksempelvis købte den danske kapitalfond Polaris i 2008 Babysam - en førende butikskæde indenfor babytøj og -udstyr. Kort efter slog finanskrisen igennem, hvilket ramte Babysam hårdt (Berlingske Business, 2015). I foråret 2017 hed det sig, at man forventede et salg indenfor tre år. Polaris kan altså ende med at have Babysam i porteføljen i op til 12 år (Ejendomswatch, 2017).

En kapitalfond kan dog blive nødt til at æde et tab for at komme af med et porteføljeselskab og lukke fonden. Nogle gange betyder det måske ikke så meget, at der realiseres et lille tab. Det var tilfældet for den engelske kapitalfond Langholm Capital, da den realiserede et tab på det danske selskab Sikane A/S. Tabet blev nemlig opvejet af andre mere succesfulde investeringer og derfor kunne Langholm Capital sælge Sikane A/S, der var sidste selskab i fonden, med tab. Fondens var tæt på at udløbe (Børsen, 2017). Her ser vi altså en kapitalfond, der tænker mere strategisk. På den ene side er det jo aldrig tilfredsstillende at realisere et tab på en investering, men på den anden side er det heller ikke godt at skulle forlænge en fond. Når man så har sikret investorenes afkast gennem andre investeringer, kan man så tåle tabet for at kunne lukke fonden i tide.

Den største udfordring ved et frasalg er faktisk timing. Af en række adspurgte private equity executives svarer 47%, at timing var den største udfordring ved deres seneste exit. Forkert timing går ud over prisen (EY, 2017).

2.10 Afkast

Når fonden gennem dens levetid realiserer gevinster, udbetaler den løbende til investorerne og ved udløb likvideres fonden og et endeligt regnskab gøres op. Som hovedregel skal limited partnerne have forrentet deres commitment med 8% årligt, den såkaldte hurdle rate. Er der mere tilbage herefter, deles det resterende beløb 20/80. General partneren tager de første 20%, som carried interest, og de sidste 80% deles relativt blandt limited partnerne. Skulle investorernes indskudte kapital derimod blive forrentet med mindre end 8%, får kapitalfonden ikke en krone (Spliid, 2007). Der er forskellige måder at opgøre at afkast på. Waterfall metoden er mest almindelig. Den findes i to udgaver; amerikansk og europæisk. Hvor den amerikanske udgave opgører hver deal enkeltvis, så opgører den europæiske udgave hele fonden overordnet. Det kan derfor have stor betydning, hvordan afkastet opgøres.

Det er ganske normalt at bruge årlig forrentning, internal rate of return (IRR). IRR beregner investeringens net present value og opgør investeringens lønsomhed over hele perioden. Kapitalfondene sigter efter en IRR, der er så høj som mulig. IRR påvirkes af investeringens gearing. Kapitalfonden kan skabe ekstra værdi ved den optimale kapitalstruktur med det rigtige forhold mellem egenkapital og gæld (McKinsey, 2015).

Kapitalfonde opgør også afkast efter Total Value to Paid-In Capital, hvor man ser på kapitalen distribueret til limited partneren og dennes andel af fondens værdi og holder det op mod det kaldte beløb. Distributioner kan være i både kontanter og aktier.

Som en investering kunne det lyde oplagt at bruge return of investment (ROI). ROI egner sig dog ikke til kapitalfondes investeringer - nærmere industriselskabers investeringer i f.eks. materielle anlægsaktiver, hvor der afskrives løbende over perioden. ROI ville tegne et forkeret billede af investeringernes lønsomhed i kapitalfonde (Rappaport, 1986).

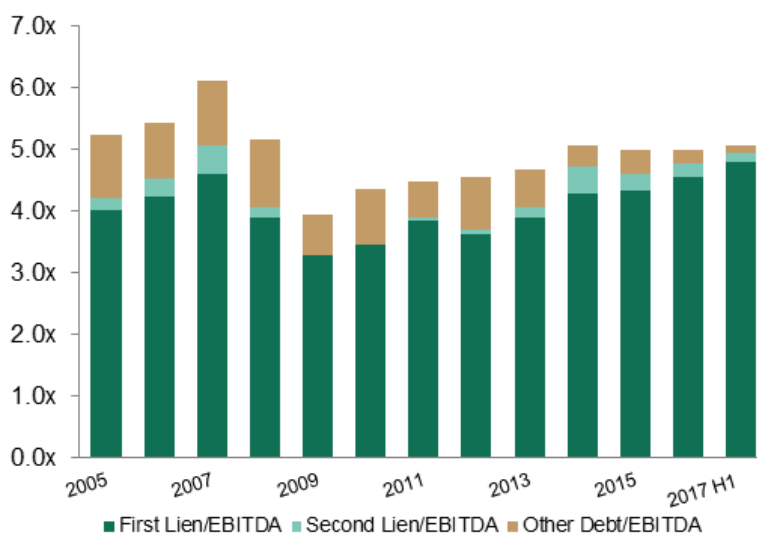
2.11 Leveraged Buyout

Langt de fleste buyouts finansieres med en stor andel af gæld, de såkaldte leveraged buyouts (LBO). Da den store andel af gæld er meget normalt, er en buyout og en LBO to sider af samme sag. Gældsfinansiering er en implicit del af kapitalfundsmodellen og kapitalfondes måde at investere.

Det kan være vidt forskelligt, hvor stor en andel af handlen, der er gældsfinansieret, men typisk er forholdet op til 80/20. Altså 80% gæld og 20% egenkapital. Når så stor en del af finansieringen er gæld, kan det forklares med to fordele. Den ene fordel ved at gældsfinansiere er, at kapitalfonden får mulighed for at overtage endnu større selskaber, end hvis de selv skulle finansiere hele investeringen af egen lomme. En anden fordel er, at gearing er en kilde til værdiskabelse i investeringen.

Man kan også analysere gælden i forhold til EBITDA. Som grafen til højre viser, så var den gennemsnitlige gæld i LBO'er på over 6x EBITDA i 2007. I 2009 var det bare 4x, mens gennemsnittet i første halvår af 2017 var på 5x.

Når kapitalfonden stifter gæld til at finansiere en overtagelse, stilles der sikkerhed i porteføljeselskabets aktiver. Gennem en kompliceret ejerstruktur, der typisk indeholder et akkvisitions-selskab og flere mellemholdingselskaber, skubbes gælden ned i porteføljeselskabet. Det kaldes en debt-push-down. Dermed får porteføljeselskabet tilført en stor portion gæld til at finansiere sin egen overtagelse. Generelt kan strukturen være meget kompliceret i en LBO. Det inkluderer flere mellemholdingselskaber, hvor det sidste typisk er placeret i Luxembourg, på Kanaløerne eller lignede.



Figur 5 - Illustration: S&P LCD, 2017

Faktisk behøver vi slet ikke kigge udenfor Danmarks grænser, for at finde et godt eksempel på en LBO. Da TDC i 2006 blev købt af et konsortium bestående af fem amerikanske og britiske kapitalfonde, skete finansieringen med en meget stor andel af gæld. Officielt blev TDC overtaget af holdingselskabet Nordic Telephone Company, der var en del af kapitalfondenes komplicerede koncernstruktur. Overtagelsen blev finansieret med 83% gæld og da gælden

blev skubbet ned i TDC, faldt koncernens egenkapitalen fra 55% til 15% af finansieringen (Spliid, 2007). Kort efter overtagelsen blev der lavet to ekstraordinære udbytter på hhv. DKK 43 mia. og DKK 862 mio. (TDCs årsrapport 2006).

2.12 Management Buyout

Når en eller flere ledende medarbejdere køber selskabet, kaldes det en management buyout (MBO). Da en eller flere enkelt personer sjældent kan rejse nok kapital, søger de oftest opbakning fra en kapitalfond, der bidrager med finansieringen. MBO ses kun sjældent i Danmark. På grund af den høje indkomstskat, er private sjældent velhavende nok til at deltage i en MBO. Når de sker, er målselskabet sjældent særligt stort.

Det er dog meget almindeligt, at ledelsen er medinvestorer, når et selskab overtages af en kapitalfond. Set fra en kapitalfonds synspunkt er en MBO eller ledelsens medejerskab særligt interessant. Når ledelsen er medejer af selskabet, har den en større motivation. Ledelsesmedlemmerne kan score kassen, men risikerer også at gå fallit. Det er en metode til værdiskabelse. Samtidigt er kapitalfondens risiko begrænset. De investerer jo på vegne af andre (Spliid, 2007).

Omvendt findes en management buy-in (MBI), hvor en ekstern ledelse overtager et selskab og erstatter den nuværende ledelse med en ny (Investopedia, 2017).

2.13 Venture fonde, hedge fonde og business angels

Kapitalfonde dækker normalt også over andet end private equity. Det ser jeg nærmere på med en kort perspektivering nedenfor.

Venture fond

En venture fond investerer i mindre, unge virksomheder, der befinder sig i opstarts- eller vækstfasen. Den bidrager med kapital, viden og erfaring og udvikler virksomhederne. Det kan også omfatte omdannelse af virksomheden til anpart- eller aktieselskab. Når porteføljevirkomheden er vokset og modnet, videresælges den (DVCA, 2017). Venture fonde er også private equity, men i en tidligere fase af livscyklussen.

Business angel

Velhavende privatpersoner, der investerer i opstartsvirksomheder. De køber sig ind i virksomheden og deltager aktivt i udviklingen af virksomheden. Ofte tidligere iværksættere, der har tjent en god sum penge og nu ønsker at investere i mindre virksomheder. Normalt investerer flere business angels sammen i flere selskaber (DVCA, 2017).

En undersøgelse foretaget af netværket for business angels (Danish Business Angels) viser, at i 2016 solgte netværkets 109 medlemmer 21 virksomheder. Kun to salg realiserede et negativt resultat. De 21 salg gav i gennemsnit 2,8 gange pengene igen (Finans, 2017).

Hedge fond

Denne form for fond tjener deres penge ved at investere i mange forskellige former for finansielle instrumenter. De begrænser sig ikke kun til unoterede selskaber, som private equity fondene gør. Afkastet fra hedge fonde er uafhængigt af de finansielle markeder, da fondene kan afdække sin risiko ved at sprede investeringer i mange forskellige instrumenter - heraf ordet hedge. Dermed er hedge fonden mindre sårbar overfor nedture, hvor private equity fonden kan sprede sin risiko i forskellige brancher, størrelse og geografier, men stadig kun i private equity.

Hedge fonde jagter en ekstremt kortsigtet gevinst. Det kan f.eks. ske gennem spekulation i aktier og valuta. Det har ført til stor diskussion om hedge fonde og deres arbejdsmetoder (Investeringsbloggen, 2017). I foråret 2017 tjente flere hedge fonde tilsammen DKK en mia. på at spekulere i et fald i Pandoras aktiekurs på Københavns fondsbørs (Børsen, 2017).

2.14 Principal agent

Tillid og track record vigtigt for fonden for at skaffe kapital. En årsag til vigtigheden af tillid er, at investering i kapitalfonde er black box. Investorerne har ikke direkte kontrol over deres investering. Investorerne giver kapitaltilsagn til fonden og giver dermed fuld råderet over kapitalen. Investoren bestemmer ikke i hvilke selskaber, der skal foretages investeringer, hvordan der skal skabes værdi eller hvornår der skal frasælges. Investorer investoren i f.eks. børsnoterede aktier, bestemmer den selv i hvilke, den kan følge udviklingen og sælge, hvis den vil ud af deres position. Det er der ikke mulighed for ved investering i private equity fonde.

Når man ikke har kontrollen over investeringerne, følger også en risiko for, at fondens investeringer er i konflikt med investorernes politikker for etiske investeringer. Herved opstår et type 1-problem i agent-teorien. Det er en interessekonflikt mellem principal og agent. For at imødekomme og undgå de mest væsentlige interessekonflikter, underskrives der ved fondens rejsning en Limited Partner Agreement, der specificerer retningslinjerne for fonden. Flere kapitalfonde opererer med politikker for ansvarlige investeringer. På den måde sikrer de deres investorer, at der ikke foretages uetiske investeringer, såsom i selskaber, der bruger børnearbejde, producerer våben eller lignende.

Det er også normalt, at alle, eller i hvert fald de største, investorer - afhængigt af antal - er repræsenteret med en plads i et advisory board, der fungerer som fondens sparringspartner. Samtidigt rapporterer fonden løbende med regnskaber og rapportering til investorerne.

Et andet sted, hvor der kan opstå en interessekonflikt, er mellem fonden og ledelsen i et porteføljeselskab. Hvis ledelsen blot får deres løn, har de intet incitament til at yde en ekstra indsats for, at fondens investering skal blive succesfuld. Der kan altså opstå endnu et type 1-problem. Denne konflikt kan imødekommes og undgås ved at give ledelsen et incitament. Det er helt normal praksis, at ledelsen stilles attraktive gevinster i sigte. Det kan ske gennem en incitamentsafslønning, der betaler dem bedre, jo bedre resultater de leverer. Det kan også ske

ved at lade ledelsen og evt. bestyrelsen være medinvestorer i selskabet. Dermed får de en bid af kagen, hvis investeringen bliver succesfuld.

2.15 Delkonklusion

Kapitalfondene rejser fonde organiseret som K/Ser med kapitalfondens som general partner og investorerne som limited partners. Investorerne commiter sig med en beløb, de til enhver tid skal overføre, når fonden laver et capital call. Investorerne betaler et start-up fee og et årligt management fee til fonden, så den kan betale managementselskabet for dets administrations- og rådgivningsopgaver.

Fonden har en strategi for investeringerne. Den udløber efter 10 år og i denne periode skal fonden have investeret og frasolgt igen. Groft sagt er de første fem år til sourcing og investering, mens de sidste fem år er til frasalg. Det er meget normalt, at investeringerne finansieres med en stor andel af gæld. Det giver mulighed for at investere i større selskaber og er en kilde til værdiskabelse. Ligeledes er målselskabets ledelses medejerskab en kilde til værdiskabelse, da de har en større motivation, når de selv har hånden på kogepladen.

Når fonden udløber skal regnskabet gøres op. Investorerne skal have deres commitment forrentet med 8% årligt. Er der flere penge tilbage, tager kapitalfonden de første 20% og de sidste 80% deles relativt mellem investorerne.

Kapitel 3 - Værdiskabelse

3.1 Indledning

Der snakkes meget om værdiskabelse i private equity fonde. Værdiskabelse er det centrale formål for kapitalfonde. Værdiskabelse sker gennem udvikling (i visse tilfælde afvikling) af porteføljeselskabet. For det er nemlig udvikling, der skaber værdi for fondene. Værdiskabelse skal tages ret bogstaveligt. At skabe værdi. Hæve værdien af porteføljeselskabet. Således kan man sælge selskabet til en salgspris, der er højere end købsprisen og fonden opnår et afkast på investeringen.

Teoretisk går værdiskabelse ud på at investere investorenes kapital i det aktiv, der giver det højeste afkast med samme risiko, de kunne opnå ved at investere i et alternativt aktiv. Der er en række value drivers, ledelsen kan bruge som vejledning til værdiskabelse. Det er f.eks. omsætningsvækst, omkostningsreducering og lignende.

Her opstår et potentielt agent-problem. Ledelsen kan have andre motivationer end at skabe værdi for kapitalfonden. Hvis direktøren er sikret sin løn, er der intet incitament til at udføre en større indsats end højst nødvendigt. Ledelsens samarbejdsvillighed er essentiel for kapitalfonden. Kapitalfonden må sikre sig, at den og ledelsen spiller på samme hold og arbejder i samme retning. Derfor spiller incitament aflønning en central rolle i værdiskabelsen.

Der har været fremsat kritik af værdiskabelsen, hvor Aglietta og Reberioux i 2005 er noget af den mest kendt. En del af kritikken går på, at værdiskabelse er i selskabets interesse. Men forskellige interessenter har forskellige interesser. Der er et trade off mellem at tilfredsstille aktionærer og andre interessenter. Der kan opstå et type 3-problem indenfor agent-teorien. Aktionærer vil have afkast af deres investering, medarbejdere vil have gode vilkår og personlig udvikling, mens en långiver vil have et økonomisk sundt selskab, der er i stand til at betale deres forpligtelser i fremtiden. Og hvad med et udbyttet? Skal der udbetales udbytte for at tilfredsstille aktionærer, eller skal der investeres i selskabets fortsatte vækst?

En undersøgelse viser, at værdiskabelse i større selskaber bør ske under hensyntagen til kunder og ansatte, ikke kun for aktionærene (Magill et al., 2013). Man kan også diskutere, om det er i selskabets interesse kun at skabe kortsigtet værdi. Kapitalfonde bliver nødt til også at tænke langsigtet. Selskabets værdi maksimeres, når det både har kortsigtede projekter og langsigtede investeringer, f.eks. investeringer i forskning og udvikling for at sikre oprettholdelse af indtjeningen på længere sigt (Rappaport, 1986).

Det er vigtigt at holde sig for øje, hvem der nyder godt af den skabte værdi. Når vi snakker værdiskabelse i kapitalfonde, skabes værdien som udgangspunkt for fonden. Det er ikke ensbetydende med, at der også skabes værdi for porteføljeselskabet. Det er et af Poul Nyrup Rasmussens kritikpunkter overfor kapitalfonde. Han nævner overtagelsen af TDC som eksempel. Kapitalfonde overtog selskabet, begyndte straks at frasælge datterselskaber, iværksatte fyringsrunder, stoppede langsigtede projekter og udbetalte store udbytter til aktionærene - altså sig selv. I løbet af meget kort tid af kapitalfondenes ejertid skete der en

stor ændring af TDCs kapitalstruktur. En kraftig reducere af egenkapitalen, der udbetaltes som udbytte, mens store og dyre lån blev skubbet ned i TDC. Pludseligt havde selskabet en meget begrænset handlefrihed og led under meget store kapitalomkostninger. En typisk debt-push-down, hvor værdien skabes for fondene, mens det kan diskuteres, om der blev skabt værdi for TDC (Nyrup Rasmussen, 2007).

3.2 Turn-around

Sommetider kan det dog være nødvendigt at indføre ringere arbejdsvilkår, restrukturere, lukke eller frasælge urentable forretningsområder og måske endda skære i medarbejderstaben. Det kan give mening, hvis der er tale om et selskab i en kritisk situation, hvor der er risiko for en snarlig betalingsstandsning. Selvom det er forbundet med mange følelser og megen diskussion, så kan det være nødvendigt at gennemføre drastiske tiltag for at vende udviklingen i et selskab og skabe en sund og rentabel forretning. Man skal også huske på, at alternativet er endnu værre: en lukning af hele selskabet. Lykkes en turn-around skabes der forhåbentligt nye arbejdspladser og selskabet kan vokse.

Set fra en kapitalfonds synspunkt kan et kriseramte selskab være en interessant investering. Det er en billig investering, hvor gevinsten kan blive rigtig stor. Risikoen er dog tilsvarende høj. Ved optimering og strømlining af driften, fokus på kerneforretningen, salg af urentable forretningsområder og forhandling med kreditorer kan selskabet måske reddes (Demaria, 2010).

Det var f.eks. tilfældet med Løgstør Rør i starten af det nye årtusinde. En stor bøde kostede det meste af egenkapitalen og samtidigt var markedet nærmest brudt sammen. Kapitalfonde indskød kapital. Der var altså ikke tale om en LBO. Salgskontorer blev efterfølgende lukket, produktionen blev flyttet fra Danmark til Polen, udviklingen vendes, en konkurrent blev opkøbt og et sundt selskab kunne senere sælges som Europas største producent af fjernvarmerør (Spliid, 2014).

3.3 Metoder til værdiskabelse

Der findes mange forskellige metoder, hvorpå fondene kan skabe værdi i deres investeringer. Kapitalfonde er aktive ejere, der engagerer sig i selskabet for at få så stor en værdiskabelse som muligt og opnå et højt afkast af deres investering. Som ejere kan de tage initiativer til værdiskabelse i investeringer gennem disse metoder.

Robert Spliid peger på fire metoder: Omsætningsvækst, forbedring af indtjeningsmarginalen (EBIT-margin), reduktion af gæld og stigning i prismultiple (Spliid, 2007).

AT Kearney peger på tre metoder: Improve performance, regroup and focus og buy-and-build (AT Kearney, 2007).

Den svenske kapitalfond Nordic Capital beskriver på sig hjemmeside seks forskellige metoder: Structural transformation, operational improvement, buy-and-build, emerging market growth, strategic repositioning og growth acceleration (Nordic Capital, 2017).

Det er altså subjektivt, hvor mange metoder, man mener der findes. Jeg foretrækker at dele metoderne til værdiskabelse ind i fem overordnede kategorier. I resten af handlingen vil jeg tage udgangspunkt i de følgende fem kategorier:

- Operationelle forbedringer
- Konsolidering
- Stigning i prismultiple
- Aktivt ejerskab
- Gearing

Under de enkelte kategorier ligger der mange forskellige metoder og værktøjer, der kan bruges. De vil kort blive beskrevet herunder.

3.3.1 Operationelle forbedringer

Værdiskabelse gennem forbedringer af driften. Det kan være omsætningsvækst, omkostningsreducering og dermed løft af EBIT og EBITDA. Det kunne også være frigørelse af arbejdskapital, hvor man nedbringer debitorer, reducerer varelageret og nedbringer antal af leverandører, så man stiller sig bedre i forhandlinger om indkøbspriser og kredittid. Som regel siger man, at en krone sparet i arbejdskapital, er en krone tjent.

For kapitalfonde er det normalt at forsøge at effektivisere driften gennem automatiseringer og procesoptimeringer. Kapitalfonden vil forsøge at finde nye, smartere måder at gøre tingene på. Således kan man løse noget kapital, der ellers har været brugt på gamle, manuelle processer.

En anden metode er at fokusere på kerneforretningen. Hvis selskaber har bundet kapital i urentable forretningsområder, eller forretningsområder, der ikke passer ind i selskabet, er det oplagt at frasælge. Ved at frasælge disse områder, frigøres der kapital, som kan bruges på investeringer i kerneforretningen eller afdrag på af gæld.



Figur 9 - Illustration: Egen tilvirkning

En lignende metode er at splitte et porteføljeselskab i to og sælge dem hver især som standalone selskaber. Det var tilfældet for Ferrosan A/S, der i 2005 blev overtaget af kapitalfonden Altor, men solgt som to uafhængige selskaber i hhv. 2011 og 2016 (Berlinske Business, 2011).

Operational værdiskabelse kan også nås ved ekspansion nationalt eller internationalt. Selskaber der er klar til at udvide, og evt. starte drift i udlandet, er et interessant målselskab. Et godt eksempel på dette er Lagkagehuset, der under FSNs ejerskab gik fra tre til flere end 60 butikker - herunder også butikker i udlandet inden frasalget i sommeren 2017 (Børsen, 2017). FSN skrev før salget, at formålet med investeringen bl.a. var at udvikle en kæde af højkvalitets bagerier og gå internationalt med konceptet (FSN, 2017).

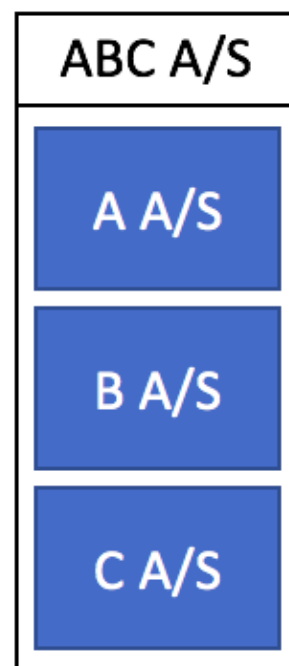
Kapitalfondene holder mest fokus på porteføljeselskabets EBITDA, da det er resultatet af driften eksklusiv af- og nedskrivninger. Oftest er investeringen gældsfinansieret, hvor nedbringelse af gæld er tilpasset efter det frie cash flow og hvor meget, det er muligt at betale af på lånet. Derfor vil resultat før skat ikke være et retvisende billede af selskabets performance, da det er kraftigt påvirket af høje finansieringsomkostninger. Det er mere relevant at se på, hvor meget der er tilbage efter driften og før finansielle poster. Ved en overtagelse kan det være nødvendigt at rydde op efter den tidligere ejer og nedskrive overvurderede aktiver. Der giver EBITDA det mest retvisende billede (Spliid, 2007).

3.3.2 Konsolidering

En anden kategori er konsolidering. Det sker gennem opkøb af flere målselskaber med henblik på sammenlægning og konsolidering i en moden branche med overkapacitet. Selskaberne er typisk i modnings- eller afviklingsfasen - ligesom branchen - med stagnering, måske nedgang, i væksten og leder efter alternative muligheder for udvikling.

Efter opkøb og konsolidering af flere selskaber udnyttes stordriftsfordele til at reducere omkostninger og stille sig bedre i forhandlinger med leverandører. Herved kan man effektivisere og opnå besparelser på eksempelvis personaleomkostninger, lavere indkøbspriser og sammenlægning af produktion. Der opnår man altså også en operationel værdiskabelse. Kapitalfonden sælger herefter selskabet videre som én stor, strømlinet koncern.

En anden form for konsolidering er 'buy-and-build'-metoden. Den minder om konsolidering, men skiller sig ud ved ikke at omfatte modne selskaber i en branche med overkapacitet. I stedet køber og sammenlægger man flere mindre selskaber i en tidligere fase i livscyklussen. Et nyere eksempel på buy-and-build ført ud i praksis er den danske kapitalfond Adelis Equitys køb af de tre IT-leverandører IT Relation, Front-data og DSI-Next. Formålet var konsolidering, at gøre de tre til ét selskab og skabe en endnu større spiller med en stærkere position på markedet. Hver for sig havde de tre selskaber begrænsninger for hvor store opgaver, de kunne byde ind på. Efter sammenlægningen er de én stærk enhed, der nyder godt af hinandens viden og kompetencer. Sammen har de mulighed for at være med på større opgaver (Finans, 2016). Når man bruger buy-and-build, skaber man værdi på flere måder. Dels ved man har ét stort selskab med en større markedsandel, der kan opnå stordriftsfordele og effektiviseringer - altså



Figur 10 - Illustration: Egen tilvirkning

også en operationel værdiskabelse - og dels gennem løft i prismultiplen. Jo større et selskab er, jo højere prismultipel.

Udover at sammenlægge flere selskaber af cirka samme størrelse, kan kapitalfonden også investere i et større selskab som en platform og bruge dette til bolt-on-acquisitions, hvor flere små selskaber købes og lægges ind i det store selskab.

I figuren til højre er illustreret et simpelt eksempel på konsolidering og buy-and-build. Flere selskaber sammenlægges til ét. Det kan både ske under et af de eksisterende selskabers brand, eller - som figuren viser - under et helt nyt.

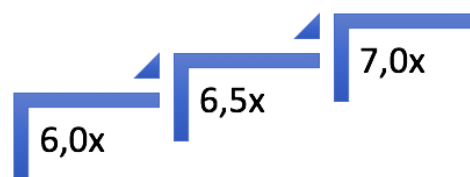
Det hænder, at et selskab overtager og konsoliderer en mindre virksomhed for at få adgang til deres specialiserede produkt, deres talent eller få adgang til et nyt marked. Det kan måske minde mere om operationelle forbedringer end egentlig konsolideringsstrategi. For at bedømme, hvilken strategi der anvendes, må der i mine øjne en subjektiv vurdering til fra case til case.

3.3.3 Stigning i prismultiple

Kapitalfonde kan skabe værdi i deres investeringer ved at prismultiple stiger undervejs i deres ejertid. Hvis frasalg sker til en højere prismultiple end ved købet, er der skabt værdi i investeringen.

Prismultiple påvirkes af både interne og eksterne forhold. Eksterne forhold er stemningen på de finansielle markeder eller i en specifik branche. Hvis der er en dårlig stemning, måske endda finanskriser, vil selskaber blive handlet til en lavere pris, hvilket får prismultiple til at falde. Kapitalfonden kan få svært ved at sælge til en høj pris, men må tage til takke med en lavere salgspris. Er stemningen omvendt god og optimistisk, vil selskaber blive handlet til en højere pris og multiple stiger derfor. Så opnår kapitalfonden en højere multiple og dermed en højere salgspris for porteføljeselskabet.

Eksempelvis viser en opgørelse lavet i første kvartal 2016 af Cognient Advisors, at selskaber beskæftiget med udvikling af software blev handlet til en medianmultiple på 16,9x EBITDA. En median fundet efter undersøgelse af 108 selskaber (Cognient Advisors, 2016). Opgørelsen er vedlagt i bilag 1.



Figur 11 - Illustration: Egen tilvirkning

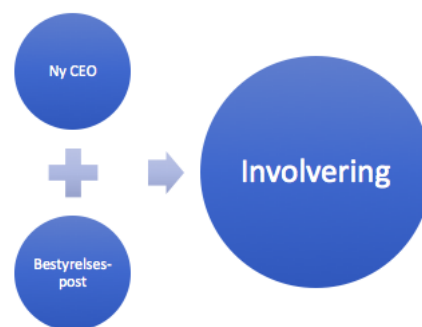
Kapitalfonden kan også selv påvirke multiple ved at få selskabet til at vokse. Der er nemlig en sammenhæng mellem størrelsen på selskaber og prismultiple. Jo større selskab, jo større værdi. Både EBITDA-multiple og omsætningsmultiple stiger, jo større selskabets værdi er. Det viser to illustrationer, der er vedlagt i bilag 2 (Pitchbook, 2015 & 2017). Derfor vil man i buy-and-build-metoden ikke kun skabe værdi, fordi små selskaber samles til ét stort og nyder godt af f.eks. stordriftsfordele, men også fordi prismultiple automatisk løftes.

Dette sker eksempelvis ved, at kapitalfonden køber et selskab med en omsætning på DKK 100 mio. som platform til en pris på 8x EBITDA. Herefter foretager den bolt-on-acquisitions af fem mindre konkurrenter til en gennemsnitlig pris på 5,5x EBITDA og hæver sin omsætning til DKK 200 mio. Selskabet er nu vokset og værdien vil - alt andet lige - være den 8x dobbelte EBITDA. Muligvis vil multiple være højere, da EBITDA og omsætning nu er fordoblet. Videre kommer synergi- og stordriftsfordele. Under en række forudsætninger er buy-and-build-metoden derfor den, der kan skabe den største værdi.

3.3.4 Aktivt ejerskab

Den fjerde kategori har jeg valgt at kalde aktivt ejerskab. Den indeholder nogle forskellige værdiskabende elementer, der ikke passer ind i de tre førnævnte metoder, men som hører mere under governance og som er vigtige og centrale for værdiskabelsen. I stedet kalder jeg dem aktivt ejerskab. Kapitalfonde er nemlig aktive ejere, der engagerer sig i selskabets drift og udvikling i bestræbelserne på at opnå et højt afkast.

Først kan nævnes kapitalfondens mulighed for at indsætte folk i bestyrelsen og ledelsen. Som majoritetsaktionær er det ganske forståeligt, at man ønsker at indsætte egne folk i bestyrelsen til at varetage ens interesse. Her er netværk og omdømme et vigtigt værktøj. Ved at have et godt og stærkt netværk, har man bedre mulighed for at trække på kompetente folk at indsætte i bestyrelsen eller hvis der skal sammensættes et godt managementteam. Det bidrager til succesfuld værdiskabelse i et porteføljeselskab. Netværket kan i øvrigt også komme kapitalfonden til gode på andre tider. Man kan få adgang til flere potentielle deals og kompetent rådgivning i forbindelse med investeringer.



Figur 12 - Illustration: Egen tilvirkning

Det er meget almindeligt, at kapitalfondene indsætter en eller flere af deres egne folk i bestyrelsen i et porteføljeselskab. Det kan f.eks. være en partner fra kapitalfonden og et kompetent talent fra det førnævnte netværk med branchespecifik viden, hvis kapitalfonden investerer i et selskab i en branche, man ikke selv har erfaring fra (Spliid, 2014).

Under aktivt ejerskab tager jeg også organisatoriske ændringer med. Ny business development manager, udvidelse af salgsteamet eller ny salgschef. Det er bare få eksempler. En ny strategi kan også være et værktøj til værdiskabelse gennem aktivt ejerskab.

En anden del af værdiskabelse gennem aktivt ejerskab er at sammensætte investeringen på den rigtige måde. Her skal forstås, at man ikke betaler hele købssummen for et selskab én gang og forsøger at køre det videre. I stedet skræddersyr man aftalen og bruger den til værdiskabelse. En earn-out-aftale eller præstationsafhængig betaling kan medvirke til, at den tidligere ejer fortsætter med at arbejde for selskabet i dets bedste interesse. Således nyder kapitalfonden godt af, at en erfaren person med specifik viden og know-how fra selskabet og branchen, har incitament til at fremme selskabets præstation.

Lidt i samme stil kan kapitalfonden ved overtagelse aftale med sælgeren, at vedkommende geninvesterer i selskabet. På den måde har sælgeren en interesse i at overlade et sundt selskab og det fortsætter med at være sundt. Derfor er det også en normal del af kapitalfondes investeringer, at de ikke overtager et selskab 100%, men nøjes med en majoritetsandel og lader stifter eller tidligere ejer fortsætte som medinvestor. Det er en ganske udbredt metode, at den tidligere ejer beholder en andel af selskabet, eller at ledelsen deltager i købet. Derved sikrer man, at den tidligere ejer eller ledelsen har "hånden på kogepladen". Taber kapitalfonden, taber ledelsen også.

Incitamentsafslønning af ledelsen er endnu et af de mange værktøjer, kapitalfonden kan benytte sig af. Ved at tilbyde ledelsen attraktive incitament, sikrer man sig, at de vil arbejde hårdt for at opnå de opstillede mål. Det samme gør sig gældende for ledelsens køb af aktier i selskabet. Bliver investeringen en succes, kan ledelsen score en stor gevinst. Bliver investeringen en fiasko, rammes ledelsen personligt. Ledelsen får også her en "hånd på kogepladen". Ledelsen tildeles ikke gratis optioner. En vigtig del af, at ledelsen skal være medejer er, at de også har en risiko. I børsnoterede selskaber tildeles ledelsen ofte gratis optioner. Men ved at tildele gratis optioner, har modtagerene ingen risiko. De kan ikke tabe noget, men kan godt tage del i gevinsten, hvis værdien af selskabet stiger. Andelen af ledelsens ejerskab er forskellig alt efter selskabets størrelse. Den kan være 1% i store overtagelser og 20-30% i mindre overtagelser (Spliid, 2007).

Et af de mest kendte, danske eksempler er den tidligere TDC-formand Henning Dyremose, der tjente DKK 150 mio. under kapitalfondens ejerskab. Det var alt i mens TDC blev slanket og effektiviseret gennem fyringsrunder og frasalg af datterselskaber (Information, 2009).

Under aktivt ejerskab vil jeg også kort nævne oprettelse af CSR rapportering og andre politikker for samfundsansvar, der kan medvirke til, at selskabet forbedrer dets omdømme.

Skaber involvering ekstra værdi?

Der er delte opfattelser af hvorvidt, det skaber mere værdi, at der er kontakt og involvering i porteføljeselskabet fra kapitalfondens side. En undersøgelse fra McKinsey (2005) viser, at jo mere tid en kapitalfonds partner involverer sig i de første 100 dage efter investeringen i et porteføljeselskabs, jo bedre bliver investeringen, når man senere frasælger. Ligeledes performer porteføljeselskabet bedre, hvis der er regelmæssig dialog mellem CEO og CFO i selskabet og den ansvarlige partner i kapitalfonden.

Omvendt henviser Robert Spliid (2014) til forskning, ligeledes fra 2005, hvor konklusionen er:

"Interestingly enough, the organization of the relationship between private equity firm and portfolio company as well as the experience of private equity professionals have no significant impact on value added to buyout."

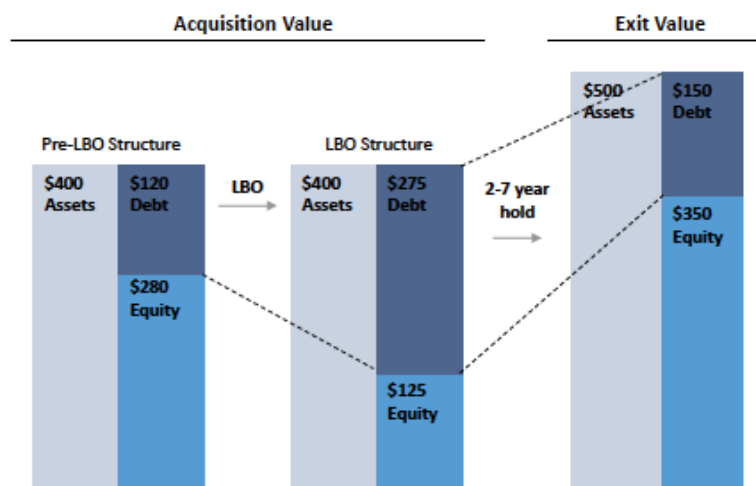
Her finder man altså, at forholdet mellem kapitalfonden og porteføljeselskabet ikke tilfører væsentlig værdi til investeringen. Vi har derfor to forskellige konklusioner. Det er en udbredt teori, at det aktive ejerskab er en central del af værdiskabelsen, men lige netop omkring involveringen kan jeg desværre ikke rigtigt drage nogen konklusion på grund af modsigende evidens.

3.3.5 Gearing og nedbringelse af gæld

Den sidste kategori af værdiskabende metoder er gearing. Gældsfinansiering er implicit en del af kapitalfundsmodellen og det er mere reglen end undtagelsen, at en overtagelse gældsfinansieres, altså en LBO. Det er en kompliceret og omfangsrig måde at skabe værdi på. Derfor har jeg gemt denne kategori til sidst, da den fylder mest af de fem værdiskabelsesmetoder.

Når overtagelsen af et målselskab finder sted, skubbes gælden ned i målselskabet. Herved sker en ændring af kapitalstrukturen og gæld udgør nu en større andel af porteføljeselskabets finansiering end tidligere. Ved gearing kan der skabes værdi på to måder.

Den første måde er gælds-
nedbringelse. Illustrationen til højre viser det typiske forløb. Efter den gældsfinansierede overtagelse, afdrages og nedbringes gælden. Derfor stiger andelen af egenkapital og værdien af selskabet ligeså. En evne til at nedbringe gæld resulterer i en højere IRR (Stowell, 2013).



Figur 13 - Illustration: Brauer, 2016

Den anden måde at skabe værdi på gennem gearing er at udnytte, at gæld er billigere end egenkapital. Endvidere er der fradragsret for rentebetalinger, hvilket gør fremmedfinansiering endnu billigere. Ved at fradrage finansieringsomkostningerne i opgørelsen af den skattepligtige indkomst, kan man minimere sin skattebetaling. Derfor er en rekapitalisering, hvor kapitalstrukturen optimeres, en helt normal del af kapitalfundsmodellen efter nogle års ejerskab (Spliid, 2014). For at udnytte fradragsretten bedst muligt og minimere den effektive skattebetaling, skal kapitalfondenes foretrukne targets til en LBO være både cash-flow stærke og mindre følsomme overfor konjunktursvingninger. Gælden tilpasses nemlig efter cash-flowet og svinger det for meget, er der behov for en større egenkapital. For kapitalfondsejede selskaber kan operere med en større andel af gæld end børsnoterede. Det er nemlig væsentligt nemmere for privatejede selskaber at hente ny kapital fra ejeren, end det er for børsnoterede selskaber, hvis behovet skulle opstå.

Som udgangspunkt har kapitalfondenes akquisitionsselskab ikke nogle indtægter at fradrage finansieringsomkostningerne i. I stedet udnytter det reglerne om tvungen national sambe-skatning i koncerner, jf. selskabsskatteoven § 31. Finansieringsomkostningerne for den til overtagelsen stiftede gæld kan nu fradrages i porteføljeselskabets indtægter. Uanset om gælden ligger i akquisitionsselskabet eller er skubbet ned i porteføljeselskabet.

Det er Modigliani og Millers første og anden teori, der ligger til grund for gearing som værdiskabelse. Teorien siger, at et selskabs markedsværdi er uafhængig af finansieringen og udregnes ved dets indtjeningsevne og risikoen for de underliggende aktiver. Faktisk er et selskab mere værd, når det er finansieret med en større andel af gæld på grund af skatteskjoldet. Den første teori var baseret på en del antagelser. Bl.a. ingen skat. Den anden teori tog skatten med og behandlede, at finansieringsomkostninger er fradragsberettiget, mens udbytter til aktionærer ikke er (Modigliani & Miller, 1958 & 1963).

Et fiktivt, forsimplet eksempel på prisen for finansiering kunne være et selskab, der før en overtagelse er finansieret med 70% egenkapital og 30% gæld. Med en pris på 10% for egenkapital og 5% på gæld, bliver de vægtede kapitalomkostninger $70\% * 10\% + 30\% * 5\% = 8,5\%$. Ændres denne struktur til 30% egenkapital og 70% gæld bliver de vægtede kapitalomkostninger $30\% * 10\% + 70\% * 5\% = 6,5\%$ Altså to procentpoint billigere end førnævnte scenarie (Bennedsen et al., 2008). Hertil kommer fradragsretten, hvorfor man i udregningen af WACC også inddrager selskabsskat. WACC findes ved formlen:

$$\frac{EK}{F} * \text{pris for EK} + \frac{G}{F} * \text{pris for G} * (1 - SS), \text{ hvor}$$

EK = Markedsværdi af egenkapital

G = Markedsværdi af gæld

F = Samlede finansiering

SS = Selskabsskat, %

Men hvorfor ikke finansiere porteføljeselskabet med 100% gæld, kan man spørge sig selv. Årsagen hertil skal findes i, at jo mere gæld, man stifter, jo dyrere bliver den. På et tidspunkt vil finansieringsomkostningerne for gæld altså overstige omkostningerne for egenkapital. Endvidere bliver afkastkravet for egenkapital højere, når der er en stor andel af gæld, som egenkapitalen er efterstillet. Investorenes risiko bliver større og de vil forvente et større afkast (Modigliani & Miller, 1963). Kapitalfondene bruger meget tid på at finde den optimale kapitalstruktur med den bedste balance mellem det frie cash-flow og kapitalomkostningerne for egenkapital og gæld. For store renteudgifter kan omvendt medføre, at man ikke opnår skattefradrag. En stor andel af gæld kan medføre en række negative konsekvenser. Det betyder typisk, at porteføljeselskabets kreditvurdering nedjusteres. Det kan videre få den konsekvens, at gælden bliver dyrere. Det skete for TDC i 2006. Efter at være blevet overtaget af kapitalfonde, oplevede TDC netop problemer med store finansieringsomkostninger. Det betød nedjusteringer af indtjeningen (Berlingske Business, 2006).

Renteloftsregel

Der findes en række regler, der begrænser selskabers muligheder for at fradrage finansieringsomkostninger. Reglerne om tynd kapitalisering indeholder begrænsninger for fradragsretten, når finansieringen overstiger forholdet 4:1 mellem gæld og egenkapital, jf. Den Juridiske Vejledning C.D.2.4.4.1.3.4. I 2007 blev der indført nye regler, der begrænsede fradragsretten for finansieringsomkostninger. Modsat reglerne om tynd kapitalisering - der kun begrænser fradrag for gæld, der overstiger forholdet 4:1 mellem gæld og egenkapital - ser EBIT-reglen for hele gælden. Reglerne siger, at maksimalt 80% af EBIT kan fradrages som finansieringsomkostninger, jf. Den Juriske Vejledning C.D.2.4.4.3.1. EBIT-reglen er et supplement til renteloftet. Disse regler er i en vis grad til for at sikre, at bl.a. kapitalfonde "ikke kan minimere skattebetalingen i Danmark i forhold til driftsoverskuddet ved vilkårligt at placere renteudgifter i Danmark, selvom de indtægter, renteudgifterne finansierer, ikke vil blive undergivet dansk beskatning." (SKAT, 2017)

Debt-push-down

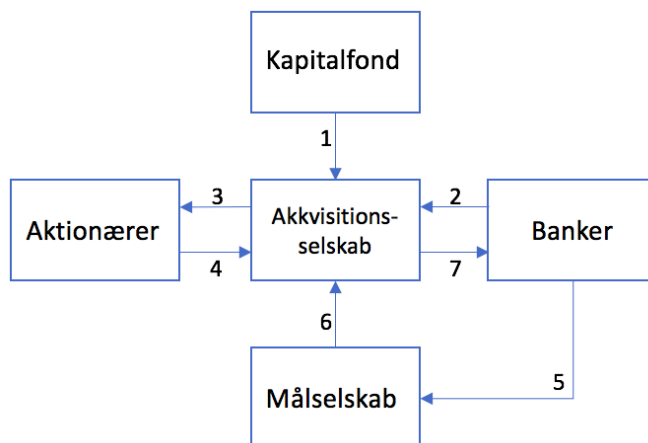
Ved en LBO får det overtagede selskab tilført en meget stor gæld. Det er den gæld, kapitalfonden optager til finansiering af købet med sikkerhedsstillelse i målselskabet. Manøvreren kaldes debt-push-down.

I praksis foregår det ved, at kapitalfonden stifter et akkvisitionsselskab, der bliver den juridiske køber af målselskabet. Kapitalfonden indbetaler penge til akkvisitionsselskabet og bankerne opretter en kreditlinje, som både akkvisitionsselskab og målselskab har adgang til. Dernæst trækker akkvisitionsselskabet på kreditlinjen og køber aktier af de hidtidige aktionærer. Nu er kapitalfonden ejer af målselskabet gennem akkvisitionsselskabet.

Nu trækker målselskabet på kreditfaciliteten, udbetaler beløbet som udbytte til akkvisitionsselskabet, der kan indfri dets gæld. Ved denne manøvre er gælden nu placeret i målselskabet, der har finansieret sig egen overtagelse. Der er altså tale om en form for selvfinansiering. Udbyttet, der er udbetalt til akkvisitionsselskabet, bliver i koncernen. Nu er bankerne sikret ligestilling med målselskabets øvrige kreditorer (Spliid, 2007).

Det er en kompleks manøvre, men illustrationen her kan være nemmere at forstå. En hurtig opsummering:

1. Kapitalfond indskyder egenkapital i akkvisitionsselskab (AS)
2. AS trækker på kreditlinjen hos bankerne
3. AS betaler sælgeren(e)
4. AS overtager aktierne i målselskabet



Figur 14 - Data: Spliid, 2007

Illustration: Egen tilvirkning

5. Målselskabet trækker på kreditlinjen hos bankerne
6. Målselskabet udbetaler udbytte til AS
7. AS indfrier gæld

3.4 Forskellige strategier

Det er forskelligt, hvordan de forskellige kapitalfonde skaber værdi i deres investeringer. Nogle fonde har specialiseret sig i en eller flere af metoderne og har opbygget stor erfaring efter mange år og mange investeringer. Nogle af kapitalfondene laver egne programmer, der kan sammenlignes med guidelines for, hvordan der skal skabes værdi i investeringerne. Kapitalfonden Axcel skriver på sin hjemmeside, at den primært skaber værdi gennem operationelle forbedringer. De har deres eget koncept kaldet 'AXCElating Value Creation', der er en egenudviklet model for værdiskabelse. Modellen bygger på erfaringer fra mere end 20 år og 40 investeringer (Axcel, 2017).

Kapitalfonden Dansk Generationskifte har - som navnet antyder - specialiseret sig i generationsskifte i små og mellemstore virksomheder, der har brug for både ny ejer og ny ledelse. Kapitalfonden går ind som hovedaktionær sammen med den nye CEO og forventer, at denne - evt. sammen med den øvrige ledelse - overtager en større andel af virksomheden (Dansk Generationskifte, 2017).

De førnævnte fem metoder til værdiskabelse gælder primært for private equity. Snakker vi venture fonde og business angels, vil metoder til værdiskabelse typisk være mere lavpraktiske såsom opbygning af organisation, rekruttering af de nødvendige talenter, indlede forskning og udvikling, lancere produkt, skabe et netværk for porteføljeselskabet eller forberede salg (Demaria, 2010).

3.5 Praksis

I bestræbelserne på at klarlægge, om der er sammenhæng mellem værdiskabelse i teori og praksis har jeg lavet to undersøgelser af flere end 60 cases. Kapitalfondene er en blanding af danske og udenlandske af forskellig størrelse, men alle investeringer er foretaget i danske selskaber. I de fleste cases har kapitalfonden frasolgt porteføljeselskabet, men der er et mindre antal ikke-frasolgte med. De ikke-frasolgte har ligget i porteføljen i et længere stykke tid, så jeg alligevel kan se, hvilke værdiskabende initiativer kapitalfonden har taget.

Den første undersøgelse er en gennemgang af 60 cases. Der er foretaget research af de forskellige porteføljeselskaber baseret på materiale fra kapitalfondene selv. Gennem case stories eller pressemeddelelser skilte de fleste kapitalfonde på deres hjemmesider med, hvilke initiativer de har foretaget i de forskellige selskaber. Dermed er det relativt simpelt at finde frem til hvilke metoder, de har brugt. Hvis der har været behov for yderligere oplysninger, er de fleste cases omtalt i medierne, hvor det er muligt at finde ud, hvad der er sket i ejertiden. Samtlige oplysninger er tastet ind i et skema og herefter analyseret for at se, hvilke metoder der er hyppigst anvendt, hvor længe der har været i porteføljen, gearingen efter overtagelse,

hvordan de er frasolgt og om nogle kapitalfondene foretrækker den ene metode fremfor andre.

Herefter har jeg lavet en mere dybdegående undersøgelse af fire udvalgte cases. Primært ser jeg på en udarbejdet regnskabsanalyse, der viser porteføljeselskabets finansielle udvikling fra overtagelse til frasalg. Derudover inddrages relevante nøgletal, der ikke nødvendigvis fremgår af resultatopgørelsen - såsom købs- og salgspriser, antal butikker, international ekspansion, markedsandele, produkt- og markedsudvikling, ændring i bestyrelser og ledelse og så videre. På den måde forsøger jeg at afdække, hvilke af de fem metoder, der er anvendt, hvordan de udvikler sig som kapitalfondsejet og til sidst opsummerer de hovedpunkter, jeg er kommet frem til.

3.6 Undersøgelse 1

Den første undersøgelse blev foretaget ved undersøge de forskellige kapitalfondenes hjemmesider for at se nuværende og tidligere investeringer. Investeringerne er herefter blevet screenet, dels gennem information på kapitalfondenes egne hjemmesider og dels gennem information i medierne og porteføljeselskabers årsrapporter. Undersøgelsen er en gennemgang, hvor jeg har noteret mig, hvilke metoder kapitalfondene har foretaget sig for at skabe værdi i deres investeringer. Der er kun noteret de metoder, der eksplicit er omtalt på fondenes egne hjemmesider eller i medierne. Jeg har ikke selv lavet nogle antagelser eller formodninger, men kun forholdt mig til de nævnte metoder for at sikre en konsistent fremgangsmåde gennem hele researchen.

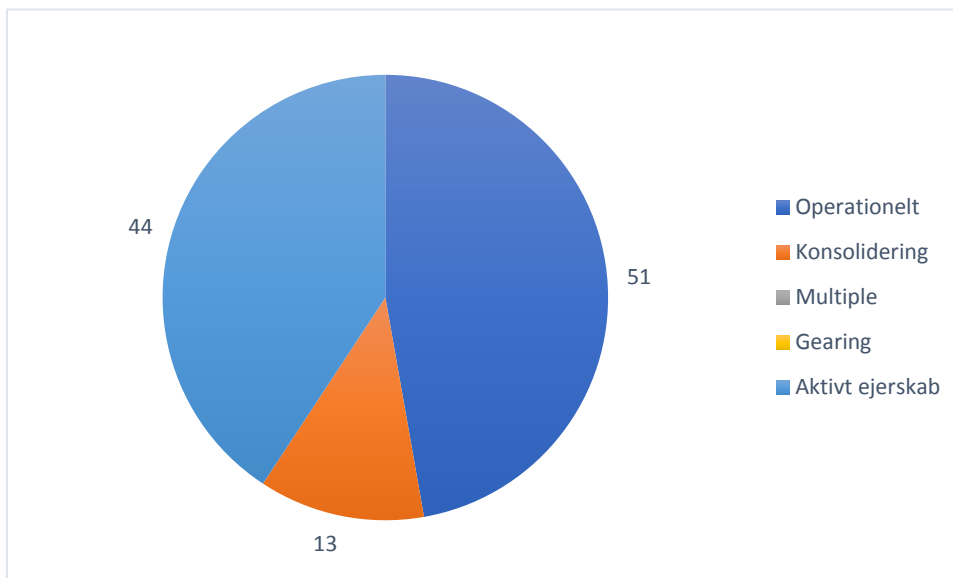
De er blevet tastet ind i et skema for simpel at kunne analysere hvilke metoder, der er hyppigst anvendt. Jeg har først delt metoderne ind efter de overordnede kategorier i min model for værdiskabelse. Herefter er de delt yderligere ind efter, hvordan de mere konkrete er blevet anvendt. Jeg har set på hvilke af metoderne, der oftest blev brugt, om nogle kapitalfonde foretrak én metode fremfor andre og hvordan de blev frasolgt igen. Jeg har set nærmere på gearingen for at sammenligne med ikke-kapitalfondsejede selskaber. I denne undersøgelse har jeg ikke set på købs- og salgspris eller hvem, kapitalfonden køber porteføljeselskabet fra. Den primære interesse har været hvilke metoder, kapitalfondene benyttede sig af.

Resultatet

Grafen nedenfor siger det tydeligt. Den operationelle værdiskabelse er klart den metode, som kapitalfondene benyttede sig mest af. Ud af 60 cases er der i 51 af dem eksplicit nævnt værdiskabende metoder, der ligger under operationelle forbedringer. Den samlede opgørelse findes i bilag 3.

Årsagen til den store anvendelse af operationelle forbedringer, tror jeg, skal findes i, at kapitalfonde er ekstremt dygtige til at se på driften af en eksisterende forretning og være kritisk overfor processer og forretningsgange. De har mange års erfaringer i at optimere og effektivisere forretningsgange for at løse ressourcer, der ellers var bundet op i gamle,

utidssvarende procedurer. Samtidigt er kapitalfondene villige til at foretage de nødvendige investeringer til at effektivisere og modernisere arbejdsgangene.



Figur 15 - Illustration: Egen tilvirkning

I 44 af de 60 cases er der eksplicit nævnt metoder, der hører under det aktive ejerskab. Det bekræfter teorien om, at kapitalfonde i meget høj grad gør brug af det aktive ejerskab. Det betyder altså, at kapitalfondene forsøger at skabe værdi ved at optimere deres investeringer gennem f.eks. skræddersyede aftaler, gennem udvalgte bestyrelsesmedlemmer og en headhuntet CEO.

I 22% af casene, altså 13 ud af 60, benyttede kapitalfondene sig af konsolidering. Det vil sige opkøb og integration af andre selskaber. Både horisontalt og vertikalt. Ved buy-and-build-strategien nyder kapitalfonden samtidigt godt af værdiskabelse gennem løft af multiple. Konsolidering kan dog være flere forskellige slags. Det kan være opkøb af én mindre konkurrent, eller sammenlægning af flere store. Det kan være konsolidering i en moden branche, eller buy-and-build i et vækstmarked.

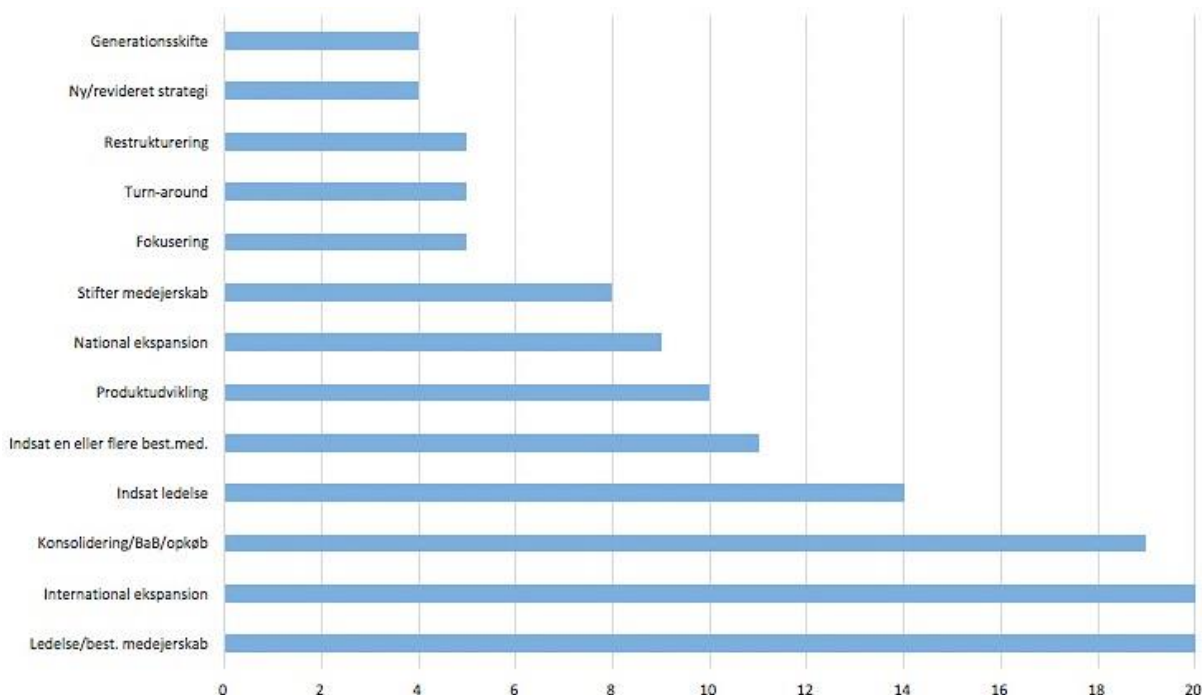
Ifølge undersøgelsen gør kapitalfonde ikke brug af løft af multiple. Der bliver heller ikke brugt gearing. Men selvom de ikke fremgår, betyder det bestemt ikke, de ikke bliver brugt. Begge metoder er nemlig en integreret del af hele kapitalfundsmodellen. Det er altså to helt almindelige dele af kapitalfondenes måde at drive deres forretning på. At de ikke er nævnt eksplicit er bestemt ikke ensbetydende med, at de ikke bliver brugt. Langt de fleste overtagelser er nemlig gældsfinansieret og en del af værdiskabelsen kommer netop fra gearingen.

Et stik dybere

Hvis jeg går et skridt videre og ser mere specifikt på de anvendte metoder, ser jeg, at der under de fem kategorier ligger rigtigt mange underliggende metoder. Undersøgelsen viste hele 25 forskellige metoder, der ligger indenfor min models fem kategorier. Nogle metoder er lagt

sammen på grund af meget stort overlap. Flere af de tilbageværende overlapper hinanden i nogen grad, og nogle af dem forekommer kun i enkelte tilfælde.

Indledningsvis har jeg derfor taget de 13 mest benyttede metoder og sat dem i et diagram for ret enkelt at se hvor udbredte, de er. Nedenfor diskuterer jeg nogle af de mest interessante resultater:



Figur 6 - Illustration: Egen tilvirkning

I 31 tilfælde var der specifikt nævnt operationel værdiskabelse. Dette punkt har jeg dog valgt at udelade, da jeg ser operationel værdiskabelse som en overordnet kategori, jf. sektionen ovenfor. Nu er jeg mere nysgerrig efter de mere konkrete metoder, der ligger under kategorierne. Det efterlader mig med de 13 mest anvendte metoder.

Ledelsens medejerskab

Undersøgelsen underbygger, at værdiskabelse ved at ledelsen og/eller bestyrelsen har et medejerskab er hyppigt anvendt. I undersøgelsen er der blevet skelnet mellem medejerskab hos stifteren af selskabet, tidligere ejer og nuværende ledelse. I praksis overlapper de muligvis hinanden en del. Af undersøgelsen fremgår det dog klart, at medejerskab hos ledelsen og/eller bestyrelsen er en jævnligt benyttet metode. Metoden ligger under det aktive ejerskab.

Når en kapitalfond bruger denne metode, giver den ledelsen og bestyrelsen et større incitament til at gøre en ekstra indsats. De kan nemlig få del i gevinsten, hvis investeringen bliver succesfuld, men de rammes også på privatøkonomien, hvis investeringen fejler.

International ekspansion

En af metoderne under den operationelle værdiskabelse er at ekspandere i udlandet. I en tredjedel af casene var det at indlede salg i udlandet, eller udvide internationalt salg, nævnt som en anvendt metode.

En vellykket international strategi giver et stort potentiale for porteføljeselskabet. En forklaring på den hyppige anvendelse af metoden kan være, at kapitalfondene investerer i selskaber i den sene vækst- eller i modningsfasen. På det tidspunkt har selskabet måske etableret sig som et velkendt brand på det danske marked. Det næste oplagte skridt er naturligvis at prøve at udvide forretningen udenfor landets grænser. Lykkes man med et internationalt gennembrud, er der stort potentiale i udsigt, hvilket hæver værdien af selskabet.

Indsat ledelse og bestyrelsesmedlemmer

I 14 tilfælde er der af kapitalfonden indsat personer i ledelsen. I 13 tilfælde har kapitalfonden indsat folk i bestyrelsen. Enten en af kapitalfondens folk eller en fra netværket. I flere cases skete begge dele. Jeg tror dog, tallene faktisk er noget højere end de ovennævnte. Det er en ganske normal del af det aktive ejerskab, at kapitalfondene - og majoritetsaktionærer generelt - indsætter egne folk i bestyrelsen. Ved at indsætte folk i ledelse og bestyrelse kan man nemmere udøve det aktive ejerskab og påvirke selskabets daglige drift.

Produktudvikling

I 10 af de undersøgte cases står produktudvikling nævnt. Ydermere står større investeringer i R&D nævnt i tre tilfælde. Det er en operationel måde at skabe værdi på, når der investeres i produktudvikling. Jeg ser her produktudvikling og investering i R&D som stort set ens. Det er særligt interessant. Det udfordrer nemlig fordommene omkring kapitalfonde og deres kort-sigtede investering.

Hvis kapitalfondene ikke havde interesse i selskabets fremtid, ville man næppe investere i R&D. Det giver normalt først afkast på længere sigt. At produktudvikling og R&D nævnes i samlet 13 tilfælde viser, at kapitalfondene tænker på selskabets fremtid - også fremtiden efter kapitalfonden, da salgsprisen alt andet lige må stige, hvis der er nye, spændende produkter i pipeline, fremfor en produktportefølje bestående af produkter i modningsfasen.

Stifterens medejerskab

I otte tilfælde fortsatte selskabets oprindelige stifter med en ejerandel efter kapitalfondens overtagelse. Herunder er der formentligt også inkluderet earn-out-aftaler og lignende. Aftaler der - ligesom medejerskab - giver den tidligere ejer et økonomisk incitament. Det er værdiskabende. Desværre siger undersøgelsen ikke eksplicit noget om earn-out, men kun det ovenfor nævnte medejerskab. Stifteren har et unikt kendskab til selskabet og branchen. Ved at lade stifter beholde en ejerandel, sikrer kapitalfonden, at man har en stor portion know-how med ombord.

Konsolidering og diversifering

I knapt en tredjedel af investeringerne benyttede kapitalfonden sig af en form for konsolidering. Det skal i dette tilfælde forstås som både konsolidering af modne selskaber, buy-and-build af flere mindre selskaber, vertikal integration eller et mindre opkøb af en salgsagent. Det er ikke altid uddybet nærmere hvilken form, man har benyttet sig af. Der har dog kun været få "rigtige" buy-and-build, hvor flere store selskaber blev sat sammen. De fleste er opkøb af mindre, gode supplementer.

Der var fem tilfælde af det omvendte scenarie: diversificering. Det omtales ofte fokusering gennem frasalg af forretningsområder, der enten ikke passer ind i kerneaktiviteten, den nye strategi eller fordi de er urentable. Gennem frasalg løses kapital, der kan bruges på nedbringelse af gæld eller investering i kerneaktiviteten.

Afnotering

I to af de undersøgte cases har kapitalfonden lavet en PIPE og efterfølgende afnoteret porteføljeselskabet. Man kan diskutere, hvorvidt afnoteringen i sig selv er værdiskabende for selskabet, men jeg ser et interessant aspekt, der om ikke andet kan bidrage til at fremme andre værdiskabende initiativer.

En afnotering befrier selskabet for kvartalstyranniet. Det slipper for at aflægge kvartalsrapporter - selskabet er i hvert fald ikke tvunget - og oplysningspligten er noget mindre. Det kan give ro, at man ikke er tvunget til at præstere på kvartalsbasis, men kan foretage nogle investeringer i fremtiden. Et selskab kan nyde godt af roen og vokse i fred. Et af selskaberne, der indgår i undersøgelsen, er ISS. De blev overtaget og afnoteret i 2005, udviklet og børsnoteret igen i 2010. Omvendt er frygten, at kapitalfonde afnoterer deres porteføljeselskaber for at foretage sig ting, der ikke ønskes frem i lyset. Det er dog ikke mit indtryk, at det skulle være foregået i de cases, jeg har undersøgt.

Gearing

Da gearingen ikke eksplicit fremgår af casene, har jeg kigget lidt i regnskaberne for porteføljeselskaberne eller de overliggende akquisitionsselskaber for at klarlægge, hvordan den finansielle gearing så ud efter overtagelsen. På grund af den komplicerede selskabsstruktur har jeg ikke været i stand til at kunne afgøre den finansielle gearing for alle 60 selskaber. Disse er så blevet udeladt. I de resterende har jeg efter bedste evne forsøgt at finde den finansielle gearing i overtagelsesåret. I visse tilfælde er kapitalstrukturen året efter overtagelsesåret blevet brugt. Det er for at skabe et så retvisende billede af kapitalstrukturen som muligt.

Den finansielle gearing er udregnet ved $\frac{\text{rentebærende gæld}}{\text{egenkapital i alt}}$.

Det lykkedes mig at finde det, jeg mente var et retvisende billede af den finansielle gearing i 42 af casene.

n =	42
Gennemsnitlig gearing	2,0
Median	1,4
Min	0,4
Maks	13,7

Tallene viser, at de kapitalfondsejede selskaber i gennemsnit har en rentebærende gæld, der er dobbelt så stor som egenkapital. Altså forholdet 66:33. Spredningen på 13,3 er stort. Det spænder mellem 0,4 som laveste observation og 13,7 som den største. Den største observation er ret ekstrem og trækker snittet en del op. Den næststørste observation er 4,6. Udelader man den ekstreme observation, falder gennemsnittet til 1,7. Med en median på 1,4 kan man se, at der er en del mindre observationer og et færre antal større observationer.

Selskaberne er i gennemsnit finansieret med dobbelt så meget rentebærende gæld som egenkapital, men jeg mener dog, at man bør sætte gearingen i perspektiv for rigtigt at kunne diskutere det. Sammenlignelige selskabers finansiering bør tages med ind for at vurdere gearingen i de kapitalfondsejede selskaber.

For at sætte kapitalfondsejede selskabers gearing i perspektiv, vil jeg sammenligne med 15 børsnoterede selskaber og 15 privatejede selskaber. Jeg har derfor set nærmere på nogle af Danmarks største selskaber. De børsnoterede er alle selskaber fra C20-indekset på Københavns fondsbørs. De 15 privatejede er ligeledes blandt landets største selskaber målt på omsætningen. På den måde kan jeg altså se forskellen på kapitalfondsejede selskaber og andre ejerskabsformer. Det kan diskuteres, hvor brugbart det er at sammenligne med 30 af landets største selskaber. De kapitalfondsejede selskaber jeg har set på, har generelt været mindre. Jeg holder dog fast i de 30 valgte selskaber, da der findes meget og let tilgængelig information om dem.

Gearingen er udregnet med samme formel som ovenfor med tal fra senest tilgængelige årsregnskab. Jeg har bevidst udeladt banker og andre finansielle institutioner på grund af deres særlige kapitalstruktur.

Tabellen fortæller, at den gennemsnitlige gearing i de 15 undersøgte C20-selskab er på blot 0,4. Det svarer til bare en femtedel af gearingen i forhold til de kapitalfondsejede selskaber. Spredningen er også noget mindre. Det er fra 0 til 1,1. Der er kun

	Børsnoterede	Privatejede
n =	15	15
Gennemsnitlig gearing	0,4	0,8
Median	0,4	0,7
Min	0,0	0,0
Maks	1,1	2,2

ét selskab, der har en større rentebærende gæld end egenkapital. Medianen er på samme niveau som gennemsnittet, hvilket tyder på, at alle undersøgte selskaber ligger på sammen niveau. Der er altså en klar tendens til, at de børsnoterede har en lavere gearing.

For de privatejede selskaber er den gennemsnitlige gearing dobbelt så stor, som for de børsnoterede. Gennemsnittet er dog stadig en større egenkapital end rentebærende gæld. Spredningen er på 2,2

Sammenlignet med de andre ejerskabsformer kan jeg konstatere, at de kapitalfondsejede selskaber har en væsentligt større finansiel gearing. Tallene overrasker ikke. De bakker op om teorien om, at kapitalfondene bruger gæld aktivt i deres investeringer og porteføljeselskaber har en større finansiel gearing. Børsnoterede selskaber har normalt en lavere gearing, da en aktieemission er en besværlig proces, hvis de mangler kapital. Tallene stemmer derfor fint overens med mine forventninger. Oversigt over de undersøgte selskaber og deres gearing er vedlagt sammen med den øvrige data til undersøgelsen i bilag 4.

Frasalg

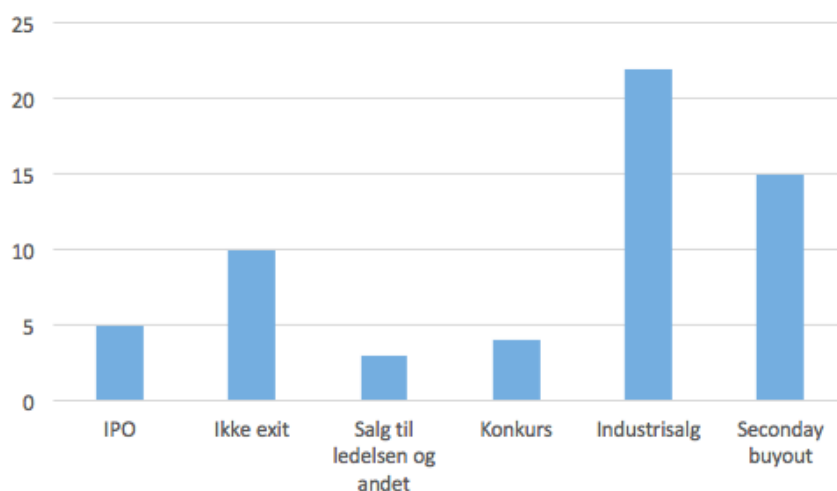
Undersøgelsen viser et klart billede af, at kapitalfondene foretrækker at frasælge til industri-selskaber eller til andre kapitalfonde. Af 60 investeringer, hvor 50 er frasolgt, udgør de to salg tilsammen 37 salg. Dermed udgør de 76% af alle salg.

I forhold til debatten om kapitalfondenes kortsigtede tankegang, synes jeg, at disse tal er ganske interessante. Industriselskaber ville næppe købe kapitalfondenes porteføljeselskaber, hvis de ikke var velfungerende og ikke havde potentiale. Tallene tyder på, at kapitalfondene er i stand til at forberede porteføljeselskaberne, så de bliver attraktive for industriselskaber. Jeg holder mig dog for øje, at undersøgelsen ikke fortæller,

om kapitalfondenes investeringer har været succesfulde eller ej. Vi ved derfor ikke, om industriselskaberne køber porteføljeselskaberne fordi det er velfungerende forretninger, eller om det er dårligt præsterende porteføljeselskaber, hvor industriselskaberne kan se en fidus i billigt at supplere deres eksisterende forretning.

Secondary buyout, altså salg til en anden kapitalfond, er den næstmest populære måde at frasælge på. Et salg til en anden kapitalfond kan have noget at gøre med, at selskabet er blevet taget ind i en ny fase af livscyklussen, hvor en anden, større kapitalfond står bedre rustet til at videreudvikle selskabet.

Tallene viser også, at kapitalfondene bestemt ikke er perfekte. Således er fire porteføljeselskaber gået konkurs under kapitalfondens ejerskab. Særligt kapitalfonden Odin Equity



Figur 17 - Illustration: Egen tilvirkning

Partners har brændt fingrene på nogle uheldige investeringer og står for to af fire konkurser i undersøgelsen. De sidste to står EQT for, men dels er EQT noget større og har flere investeringer, hvorfor to konkurser udgør en mindre del, og dels blev investeringerne foretaget i deres opportunity-fond, der havde til formål at finde problemramte selskaber, hvor man ville forsøge at lave en turn-around (EQT, 2017). Derfor betyder de tab nok ikke så meget for EQTs omdømme. Omvendt er det for Odin. Det er en mindre kapitalfond, hvor to konkurser udgør en større andel af det samlede antal investeringer. Måske det var medvirkende til, at den i slutningen af 2015 ændrede navn til BWB Partners og fik tilført ekstra kapital til deres to fonde (Børsen, 2015).

Det overrasker mig lidt, at IPO ikke er mere populært. Det er jo den salgsmetode, der kan give det største afkast. Når IPO kun er sket i fem tilfælde, kan det skyldes, at det er et meget stort og ressourcekrævende arbejde at forbedre en IPO. Samtidigt kommer kapitalfondene sjældent af med alle deres aktier ved børsintroduktionen, men sælger løbende på børsen efterfølgende. En anden forklaring på de få IPO'er kan være en dårlig stemning overfor kapitalfondenes børsintroduktioner af porteføljeselskaber, hvorfor man måske holder sig til privat salg. Der har jo som bekendt været en række mindre heldige børsnoteringer, anført af Altors børsnotering af OW Bunker.

3.6.1 Forskellige fonde, forskellige metoder

Undersøgelsen viser generelt, at kapitalfondene i større eller mindre grad benytter sig af de fleste metoder. Særligt bruger de alle operationelle forbedringer i langt største delen af deres investeringer. Nedenfor vil jeg kort opsummere, om der kan identificeres nogle særlige strategier hos nogle af fondene gennem deres metoder anvendt til værdiskabelse. Det kan både være en af de overordnede kategorier eller en af de underliggende, mere konkrete metoder.

CataCap - buy-and-build

Kapitalfonden har tre cases med i undersøgelsen. Alle benytter sig af metoderne konsolidering eller buy-and-build. Ingen af de tre investeringer er endnu frasolgt og derfor ret svære at gå nærmere i dybden med. Strategien står ikke skrevet på deres hjemmeside, men de skriver dog:

”Kernen i CataCaps model til værdiskabelse ligger i en systematisk og konsekvent tilgang til udviklingsfasen med det formål at øge produktiviteten og fremme væksten i omsætning og indtjening. Vi fokuserer på at accelerere forretningsudviklingen, styrke de operationelle processer...” (CataCap, 2017)

Man kan argumentere for, om konsolidering er en del af forretningsudviklingen og nyde godt af stordriftsfordele. Uanset hvad virker det til, at CataCap er ganske komfortable med konsolidering som en del af strategien.

Maj Invest - International ekspansion

Ud af ni undersøgte investeringer var der i seks tilfælde anvendt international ekspansion til at skabe værdi i investeringen. Maj Invest skriver selv, at deres værdiskabelsesfilosofi er baseret på operationelle forbedringer. Herunder "rigtige og nødvendige langsigtede tiltag." (Maj Invest, 2017) Under operationelt hører også national og international ekspansion. I to tredjedele af tilfældene anvender Maj Invest international ekspansion til at udvide forretningen og skabe værdi. Det tyder på, at Maj Invest bruger denne metode ofte.

Capidea - Aktivt ejerskab

Jeg har set på fire af Capideas investeringer. Fælles for dem alle er, at de giver udslag på værdiskabelse gennem det aktive ejerskab. Der er bl.a. identificeret indsættelse samt medejerskab hos bestyrelsesmedlemmer og/eller ledelse. Omvendt er der kun i to tilfælde skabt værdi gennem operationelle forbedringer. Selvom fire cases måske ikke er repræsentativt for at konkludere på Capideas strategi, synes jeg det er en interessant trend. Særligt interessant bliver det, når man kigger på Capideas hjemmeside, hvor der er skrevet:

"Capidea har fokus på at gennemføre generationsskifte, MBO og MBI samt tilføre kapital til vækst og yderligere opkøb. (...) Udover at tilføre kapital lægger Capidea vægt på at være aktive ejere, der indgår i tæt strategisk og operationel sparring med virksomhedens ledelse for at udvikle, ekspandere og gerne internationalisere de opkøbte selskaber. Capidea er altid repræsenteret i bestyrelsen med minimum én partner, ligesom Capidea inddrager eksterne bestyrelsesmedlemmer med relevant brancheerfaring." (Capidea, 2017)

Det er altså ikke tilfældigt, at Capidea i alle undersøgte cases bruger aktivt ejerskab. Det er en del af deres strategi, som de fører ud i praksis i deres investeringer.

3.6.2 Holdetid

Den gennemsnitlige holdetid i de undersøgte investeringer var på 5,5 år. Det holder sig indenfor de tre til syv år, som teorien siger. Der skal dog tages det forbehold, at tallet er udregnet ud fra antal år - ikke måneder. Så uanset om et selskab er købt i januar 2008 eller december 2008, er der regnet med 2008 som overtagelsesår. De investeringer, der endnu ikke er frasolgte, er ikke medregnet.

3.7 Undersøgelse 2

I afhandlingens anden undersøgelse tager jeg fire cases og ser nærmere på udviklingen under en kapitalfonds ejerskab. Jeg ser både på udviklingen i regnskabet - herunder kapitalstrukturen - og andre relevante nøgletal. Formålet med denne undersøgelse er ikke at lave en tilbunds gående regnskabsanalyse, men mere overordnet at se udviklingen i den finansielle stilling, f.eks. relevante nøgletal og kapitalstrukturen. Det primære formål med denne del af afhandlingen er at se, hvordan kapitalfondene i praksis benytter sig af de tidligere definerede værdiskabelsesmetoder i deres investeringer. Jeg har forsøgt at udvælge en række cases, der

bruger forskellige strategier for at analysere på disse. Til sidst i de forskellige cases opsummerer jeg, hvilke metoder fra min tidligere defineret model, der er anvendt.

Under en kapitalfonds ejerskab er ejerstrukturen temmeligt kompliceret. Flere akquisitionsselskaber kan ligge mellem fonden og porteføljeselskabet, heraf gerne et placeret i udlandet. Den til overtagelsen stiftede gæld kan ligge i forskellige akquisitionsselskaber eller være skubbet ned i porteføljeselskabet. Det kan være både indviklet og kompliceret. Derfor vil jeg efter bedste evne forsøge at analysere med udgangspunkt i porteføljeselskabet som driftselskab med det overliggende akquisitionsselskab som kilde til finansiering. Strukturen vil besværliggøre analysen, men jeg vil på baggrund af de tilgængelige regnskaber fra danske selskaber forsøge at danne mig et overblik at analysere ud fra. Alle oplysninger er hentet fra selskabernes årsrapporter. Indekstillene kommenteres, men er lagt i bilagene, da de fylder en del.

3.7.1 Dako

Pr. 31. maj 2007 blev Dako overtaget af den svenske kapitalfond EQT. Dako blev overtaget af akquisitionsselskabet Danish HoldCo A/S (senere omdøbt til Dako A/S), der var ejet af Delphi S.a.r.l. i Luxemburg. Delphi var kontrolleret af EQT. Sammen med EQT købte et ledende antal medarbejdere aktier i Dako svarende til en ejerandel på 1,76%. I det følgende har jeg taget udgangspunkt i Dako Denmark A/S som driftselskab og Dako A/S som moder.

EQT headhuntede en ny CEO til Dako, hentede en ny bestyrelsesformand og indsatte to af sine egne partnere i bestyrelsen. Dako besluttede en ny strategi, der førte til frasalg af en amerikansk forretningsenhed og opkøb af en mindre norsk virksomhed, der supplerede den eksisterende produktportefølje (Markedwired, 2008).

Indekstillene kan findes i bilag 5. Baseret på indekstillene blev Dako under EQTs ejerskab bedre til at styre sine omkostninger. Særligt produktionsomkostningerne kom der godt styr på. De faldet faktisk. Før EQTs overtagelse gik 52% af omsætningen til produktionsomkostninger. I 2011 var det blot 36%. Som følge af, at produktionsomkostningerne falder over perioden, steg Dakos dækningsbidrag fra 48% til 64%. Salgs- og distributionsomkostningerne falder relativt til omsætningen, mens administrationsomkostninger næsten halveres over perioden. Der sker altså klare operationelle forbedringer under EQTs ejerskab. Det betyder, at overskudsgraden vokser fra -20,9% til 27,8%, mens EBITDA vokser med 255%.

For et selskab som Dako, der beskæftiger sig med forskning, er omkostninger til forskning og udvikling (F&U) et interessant tal at se på. Dako har faktisk over perioden brugt en mindre del af omsætningen på forskning og udvikling. Det er en smule overraskende, men dog heller ikke en fair baggrund at konkludere ud fra. Man er nødt til også at kigge på aktiverede investeringer i immaterielle aktiver.

(T.DKK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
F&U-omk.	158.561	165.208	139.131	139.384	136.743	144.568
F&U / Omsætning, %	16,8	19,0	13,4	12,3	11,2	11,6
Investering i imm. aktiver	157	5.265	15.387	78.718	125.713	141.998
Inv. i i.a. + F&U / omsætning, %	16,8	19,6	14,9	19,2	21,5	23,1
Arbejdskapital	157.714	339.301	173.802	203.543	91.666	33.561
Likviditetsgrad	1,4	2,6	1,7	1,8	1,3	1,1

Figur 18

Tager man summen af F&U-omkostninger og investering i immaterielle aktiver og holder det op mod omsætningen, så er tallet faktisk stigende. Fra 16,8% året før EQTs overtagelse til 23,1% i 2011. Dako øgede altså udgifterne til F&U under EQTs ejerskab.

Arbejdskapitalen (fundet ved omsætningsaktiver - kortfristede forpligtelser) faldt en del over ejerperioden. Dako tilpassede omsætningsaktiverne og løste dermed kapital. En typisk arbejds metode for kapitalfondene. Som konsekvens heraf faldt likviditetsgraden næsten til 1. Udviklingen i Dakos balance ser sådan ud:

(T.DKK)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Langfristede aktiver	727.453	683.650	767.331	914.999	1.167.169	1.424.241
Kortfristede aktiver	544.342	550.674	406.986	451.372	417.343	379.655
Balancesum	1.271.795	1.234.324	1.174.316	1.366.371	1.584.512	1.803.896
Egenkapital	269.656	68.667	221.435	450.534	729.318	979.175
- Langfristede forpligtelser	615.511	954.284	719.697	668.008	520.517	478.627
- Kortfristede forpligtelser	386.628	211.373	233.184	247.829	325.677	346.094
Forpligtelser i alt	1.002.139	1.165.657	952.881	915.837	855.194	824.721
Nettorentbærende gæld	687.361	945.537	697.608	632.376	460.402	425.250
Finansiell gearing	2,5	13,8	3,2	1,4	0,6	0,4

Figur 19

Dakos finansielle gearing var 2,5 før overtagelsen. Denne steg umiddelbart efter overtagelse til hele 13,8. Det skyldes en stor nedgang i egenkapital samt en kraftigt voksende gæld til moderselskabet. I 2011 var den finansielle gearing helt nede på blot 0,4. Det skete som følge af en voksende egenkapital og nedbringelse af den rentebærende gæld.

En stor del af selskabet var efter overtagelsen finansieret af akquisitionsselskabet Dako A/S. I dette selskab var gearingen på et mere stabilt niveau, der går fra 1,2 til 1,8 over perioden. Normalt bruger kapitalfondene en større gearing til overtagelser. I dette tilfælde tror jeg, at gearingen er lavere, fordi Dako beskæftiger sig med forskning, der indebærer en større risiko end andre former for forretning. Det er derfor også nødvendigt at have en større andel af egenkapital. Udviklingen i akquisitionsselskabet ses nedenfor:

(T.DKK)	2007	2008	2009	2010	2011
Langfristede aktiver	7.659.403	7.657.475	7.646.708	7.703.283	7.680.181
Kortfristede aktiver	939.468	671.620	757.708	864.633	929.069
Balancesum	8.598.871	8.329.095	8.404.416	8.567.916	8.609.251
Egenkapital	3.219.825	2.831.675	2.798.850	2.662.710	2.528.950
- Langfristede forpligtelser	4.762.745	4.891.200	5.012.286	5.322.863	5.487.993
- Kortfristede forpligtelser	616.301	606.220	593.280	582.343	592.309
Forpligtelser i alt	5.379.046	5.497.420	5.605.566	5.905.206	6.080.309
Nettorentebærende gæld	3.953.131	4.013.092	4.093.074	4.363.972	4.601.805
Finansiell gearing	1,2	1,4	1,5	1,6	1,8
Debt / EBITDA	n/a	10,4	9,1	7,4	7,9
Antal ansatte	1047	1048	1036	1050	1067

Figur 20

Jeg har udeladt EBITDA for 2007, da det er ikke nævnt i regnskabet og afskrivninger ligger som en del af hhv. salgs- og distributionsomkostninger, forsknings- og udviklingsomkostninger og administrationsomkostninger. I 2008 var gælden 10,4 gange EBITDA. I 2011 var det nedbragt til otte. For at finde det mest retvisende billede, har jeg brugt EBITDA fra driftsselskabet og den rentebærende gæld fra akquisitionsselskabet. Antallet af ansatte steg med 2% fra 1.047 i 2007 til 1.067 i 2011.

I maj 2012 solgte EQT Dako til amerikanske Agilent Technologies i et industrisalg. Angiveligt til en pris på DKK 12,8 mia. (Børsen, 2012). Agilent ønskede at overtage Dako for at udvide produktporteføljen og få omsætningsvækst (DealBook, 2012). EQT betalte DKK 7,25 mia. i enterprise value for Dako i 2007 (EQT, 2007).

Et forsigtigt estimat af IRR, uden hensyntagen til den lille andel der er på ledelsens hænder, udregnet ved hjælp af INTER.RENTE-formlen i Excel og oplysninger fra pressemeddelelser om køb og salg, giver følgende resultat (der er ikke fundet nogle udbytter):

31/5-2007: -7,25 i investering

17/5-2012: +12,8 i frasal

IRR = 12,1%

IRR overstiger dermed de 8%, som investorerne skal have i forretning.

Da EBITDA er negativ i 2006, bruger jeg omsætningen til at se på prismultiple.

Købsmultiple var $\frac{7.250.000}{946.334} = 7,7$

Salgsmultiple var $\frac{12.800.000}{1.242.655} = 10,3$

Der sker en stigning i omsætningen på DKK 296.321.000, et løft i multiple på 2,6 og en total værdiskabelse på DKK 5.550.000.000.

Var multiple uændret ville der ske operationel værdiskabelse på DKK 296.321.000 * 7,7 = DKK 2.281.672.

Løftet i multiple skaber værdi for DKK 1.242.655.000 * 2,6 = DKK 3.230.903.000 og er dermed den største kilde til værdi. Ved en uændret multiple ville salgsprisen være under DKK 10 mia. De to tilsammen giver DKK 5.512.575.000. Altså tæt på den samlede værdiskabelse udregnet ved forskellen i enterprise value ved køb og salg. Afvigelserne skyldes formentligt afrundinger.

Identificerede metoder til værdiskabelse

Som følge af gennemgangen ovenfor kan jeg konstatere, at der til værdiskabelse blev brugt operationelle forbedringer, aktivt ejerskab, løft af multiple og gearing. Altså fire ud af de fem metoder blev anvendt i høj grad.

Der sker ligeledes en konsolidering af en konkurrent. Det kan diskuteres, hvorvidt der er tale om konsolidering som metode til værdiskabelse eller blot som et forsøg på at supplere den eksisterende produktportefølje, og dermed være mere en operationel forbedring. Den overtagne virksomhed havde fem ansatte og var markant mindre end Dako, hvorfor jeg ser det mere som en operationel forbedring.

[3.7.2 Pierre.dk](#)

Danmarks største autolakeringsvirksomhed Pierre.dk blev i 2010 overtaget af Maj Invest. Kapitalfonden købte 75% af selskabet gennem akquisitionsselskabet LDETRE Holding 9 ApS. Stifter Pierre Legarth beholdte de sidste 25%. Senere fik bestyrelsesformanden ejerskab af omkring 1%.

Da Pierre.dk ikke offentliggjorde omsætningen i løbet af perioden, men kun bruttofortjeneste, er det ikke rigtigt muligt at analysere nøgletal. Jeg ser derfor på resten af regnskabet og de mest relevante faktorer i perioden.

Da Maj Invest investerede i Pierre.dk i 2010 var det Danmarks største autolakeringsvirksomhed med afdelinger i hele landet. I årsrapporterne skriver Pierre.dk, at konkurrencen er hård og branchen er presset på prisen. Det stemmer overens med, at selskabet over perioden blev ringere til at styre omkostninger og lave bruttofortjenesten om til indtjening. Både horisontale og vertikale indekstal fortæller det ganske godt. De er vedlagt i bilag 6.

Regnskabsår 2009/10 er året før Maj Invest overtager Pierre.dk. Her blev 14% af bruttofortjenesten lavet til resultat før skat. I regnskabsår 2014/15, der er sidste år inden Maj Invest frasælger, var det kun 11%. Det skyldes primært en stigning i personaleomkostninger på 104%, hvor bruttofortjenesten kun stiger 92%. Før Maj Invests indtræden udgjorde resultat før skat 14% af omsætningen. I 2014/15 var det faldet til 11%. Som følge heraf falder afkastgraden over perioden, mens EBITDA dog stiger med lidt over 50%.

(T.DKK)	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Afkastgrad, %	11,8	10,0	7,3	8,3	9,6	8,7
EBITDA	20.047	20.467	20.825	27.886	31.807	31.974
Arbejdskapital	- 3.078	- 2.108	- 16.327	- 22.466	- 23.275	- 23.430
Likviditetsgrad	0,88	0,92	0,62	0,62	0,61	0,62

Figur 21

Arbejdskapitalen forringes væsentligt over perioden. Det kan både være godt og skidt, at arbejdskapitalen er negativ og nedbringes yderligere over perioden. På den ene side, har man måske formået at nedbringe debitorer, varelager og kontantbeholdningen. Det er godt - og helt i tråd med kapitalfondenes arbejdsmetoder - at nedbringe disse poster og løse den kapital, der ellers var bundet deri. På den anden side tyder arbejdskapitalen på, at Pierre.dk i perioden får større kortfristede forpligtelser. Dermed kan Pierre.dk få sværere ved at imødekomme de snarligt kommende forpligtelser. Det udgør en risiko for likviditeten. Likviditetsgraden falder derfor over perioden og ligger på et niveau, man normalt ville kalde for kritisk.

Under Maj Invests ejertid gik Pierre.dk fra 21 værksteder i Danmark til 23. Foruden udvidelsen i Danmark, etablerede Peirre.dk sig som markedsledende i Sverige gennem opkøb og konsolidering af et større svensk selskab indenfor autolakering. Ligeledes åbnede man op i Tyskland og tog de indledende skridt til det marked. Ved salget havde selskabet i alt 37 værksteder i de tre lande.

Disse udvidelser medførte en stigning i antal gennemsnitsansatte. Fra 220 i 2009/10 til 249 i 2014/15. Altså en stigning på 13,2% over perioden. Om de ansatte kommer gennem opkøb eller udvidelse af eksisterende forretning i Danmark er uvist. Gennem Maj Invests ejertid er Pierre.dk altså blevet mindre profitable, men har dog ekspanderet til nye markeder og er generelt vokset på alle parametre.

I regnskabet fremgår det, at gælden stiftet til overtagelsen ikke er skubbet ned. Den langfristede gæld stiger med 20% fra DKK 33,9 mio. til DKK 40,7 mio. Den kortfristede gæld i Pierre.dk er næsten uændret:

(T.DKK)	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
- Immaterielle anlægsaktiver	9.771	12.295	12.711	17.997	16.047	19.704
- Materielle anlægsaktiver	65.560	78.185	98.309	117.373	121.693	129.427
- Finansielle anlægsaktiver	3.601	3.832	3.678	3.610	3.967	4.252
Anlægsaktiver i alt	78.933	94.313	114.698	138.980	141.707	152.383
- Varebeholdninger	4.079	4.362	4.598	5.044	5.454	6.513
- Tilgodehavender i alt	11.450	15.236	21.871	30.909	29.367	31.623
- Likvide beholdninger	6.030	3.117	345	1.008	1.452	306
Omsætningsaktiver	21.560	22.715	26.814	36.961	36.273	38.442
Balancesum	100.493	117.029	141.512	175.941	177.980	191.825
Egenkapital	35.825	43.326	47.535	55.269	59.659	65.441
Hensatte forpligtelser	6.139	8.108	9.866	11.862	14.094	16.248
- Langfristede gældsforpligtelser	33.891	40.770	40.970	49.383	44.679	49.264
- Kortfristede gældsforpligtelser	24.638	24.823	43.141	59.427	59.548	61.872
Gældsforpligtelser i alt	58.529	65.594	84.111	108.810	104.227	111.136

Figur 22

Finansieringen af overtagelsen lå i akquisitionsselskabet LDETRE Holding 9 ApS, der ejes direkte af Maj Invest:

(T.DKK)	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Egenkapital	33.121	37.155	53.844	59.941	66.488
Minoritetsinteresser	11.927	12.866	18.777	20.944	23.242
Hensatte forpligtelse	10.509	12.193	13.919	16.194	18.276
- Langfristede gældsforpligtelser	60.011	58.892	61.716	51.071	49.682
- Kortfristede gældsforpligtelser	41.706	59.566	64.249	65.119	67.550
Gældsforpligtelser i alt	101.717	118.458	125.965	116.190	117.232
Rentebærende gæld	52.145	62.134	79.538	73.993	76.403
Balancesum	157.274	180.672	212.505	213.269	225.238
Finansiell gearing	1,6	1,7	1,5	1,2	1,1
Equity ratio, %	21	21	25	28	30

Figur 23

Den indledende kapitalstruktur havde en finansiell gearing på 1,6 og en equity ratio på bare 21%. Over perioden bliver den finansielle gearing mindre, mens equity ratio stiger til 30%.

Sælgeren Pierre Legarth var også stifter og ejer inden Maj Invest overtog. Han fortsatte som CEO og beholdte en andel på 25% af selskabet. Maj Invest indsatte først sin egen bestyrelsesformand, der også købte 1% af Pierre.dk. Sidenhen blev Pierre Legarth bestyrelsesformand.

Angiveligt var købsprisen på små DKK 100 mio. for 75% af aktierne (Børsen, 2010). Salgsprisen skulle være DKK 400 mio. for hele selskabet, da det i 2016 blev solgt i et industrisalg til schweiziske Intelligent Repair Solutions Group (Finans, 2016).

Baseret på de ovenfor nævnte priser og de i regnskaberne nævnte udbytter, har jeg forsigtigt (og noget forsimplet) forsøgt at beregne kapitalfondens IRR ved hjælp af INTERN.RENTE-funktionen i Excel. Følgende cash-flows er brugt:

30/9-2010: -100 i investering
 31/8-2011: +1,5 i udbytte
 31/8-2012: +1,5 i udbytte
 31/8-2013: +4,5 i udbytte
 31/8-2014: +4,5 i udbytte
 31/8-2015: +4,5 i udbytte
 24/5-2016: +300 i frasal

IRR = 27%

En flot IRR, der klart overgår de 8%.

For at udregne EBITDA-multiple bruger jeg selskabets fulde værdiansættelse - ikke kun Maj Invests andel. Skaleret op til 100% bliver værdien i 2010 DKK 133 mio. og DKK 400 mio. ved salget i 2016.

$$\text{Købsmultiple var } \frac{133,3}{20} = 6,7$$

$$\text{Salgsmultiple var } \frac{400}{32} = 12,5$$

Der sker et løft i EBITDA på DKK 12 mio., et løft i multiple på 5,8 og en total værdiskabelse på DKK 266,7 mio.

Var multiple uændret ville der ske operationel værdiskabelse på $12 * 6,7 = \text{DKK } 80,4$ mio.

Løftet i multiple skaber værdi for $32 * 5,8 = \text{DKK } 185,6$ mio.

Samlet svarer det til $80,4 + 185,6 = \text{DKK } 266$ mio., hvilket stemmer overens med den totale værdiskabelse udregnet ovenfor. Der er en lille afvigelse grundet afrunding. Det kan konkluderes, at løftet af multiple er den primære metode til værdiskabelse. Uden løftet ville salgsprisen kun være DKK 214,4 mio.

Identificerede metoder til værdiskabelse

I gennemgangen identificerede jeg operationelle forbedringer, løft af multiple, det aktive ejerskab og gearing. Der sker endeligt en konsolidering, da en svensk aktør i samme branche opkøbes og Pierre.dk får adgang til det svenske marked.

3.7.3 TDC

Der er allerede skrevet masser af afhandlinger om TDC og man kunne formentligt fylde adskillige flere udelukkende omhandlende overtagelsen af TDC i 2006. Jeg vil på ingen måde gå i dybden med at analysere overtagelsen. Jeg vil blot vise og lettere diskutere, hvad der skete med TDC ved overtagelsen. Denne case er nemlig rigtig interessant og viser perfekt, hvordan en LBO udføres i praksis. Derfor fortjener den at blive nævnt kort.

TDC blev i 2006 overtaget af et konsortium bestående af fem amerikanske og britiske kapitalfonde. TDC overtages af Nordic Telephone Company (NTC), der er akquisitionsselskab. Gennem en kompliceret struktur, gennem flere mellemliggende holdingselskaber, ejes TDC af et selskab i Luxembourg, der er ejet af kapitalfondene. Planen var at afnotere TDC fra fondsbørsen. Der opstod et type 2-problem i agent-teorien. Altså en interessekonflikt mellem majoritets- og minoritetsejere. Det lykkedes derfor ikke NTC at opnå de krævede 90% af stemmerne i TDC, hvorfor TDC forblev børsnoteret og offentligheden fik et indblik i, hvordan LBO fungerer i praksis.

Først og fremmest overtog TDC i 2006 en lånefacilitet på op til EUR 9,6 mia. oprindeligt stiftet af Nordic Telephone Company. Lånefaciliteten blev brugt til at nedbringe visse rentebærende forpligtelser og udbetale udbytte. I løbet af året blev der udbetalt mere end DKK 44 mia. i

ekstraordinært udbytte. Altså en LBO ført ud i praksis. Efterfølgende blev TDCs kreditvurdering væsentligt nedjusteret hos flere ratingbureauer.

I det følgende ser jeg nærmere på TDCs finansielle stilling og kapitalstruktur fra 2005 til 2010. Altså fra året før overtagelsen til året, hvor kapitalfondene giver udtryk for interesse i at frasælge. En så stor andel sælges drypvis og det tager et stykke tid derefter før kapitalfondene er helt ude (Berlingske Business, 2012).

Ved overtagelsen indsatte NTC folk i bestyrelsen og lavede ændringer i ledelsen. 41 ledende medarbejdere og bestyrelsesmedlemmer tog i mod et tilbud om at tegne anparter i NTC. Ret hurtigt blev der iværksat fratrædelsesordninger hos TDC i både Danmark og Schweiz. Målet var omkostningsbesparelser og effektiviseringer. Datterselskaber og andele i selskaber frasælges for at fokusere på kerneforretningen i Danmark og andre steder, hvor man i højere grad kunne opnå synergieffekter. Ligeledes blev der lavet sale-and-lease-back for en lang række af TDCs ejendomme. Derved løste man den kapital, der ellers var bundet i bygningerne.

Efter udførelsen af LBOen ændrede TDCs kapitalstruktur sig markant. Tabellen nedenfor viser, at egenkapitalen næsten var væk ved udgangen af 2006. I 2005 udgør egenkapital 47% af finansieringen. I 2006 er det tal helt nede på bare 4%. Soliditetsgraden falder markant fra små 47% til 4,5%. Den skal helst ligge på mindst 20-30%, hvilket den er langt fra at leve op til efter NTC' overtagelse. Det skyldes, at egenkapitalen nu udgør en så lille del af den samlede finansiering. Den finansielle gearing stiger fra 0,4 til 15,5.

(T.DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Anlægsaktiver	68.615	66.143	61.618	58.567	77.855	58.538
- Likvide beholdninger	10.063	3.455	8.251	6.396	763	831
Omsætningsaktiver	24.909	14.626	17.918	16.326	8.568	6.248
Balancesum	93.524	80.769	79.536	74.893	86.423	64.786
Egenkapital	43.795	3.571	10.427	11.651	27.078	20.855
- Langfristede forpligtelser	31.131	62.676	51.207	42.507	40.932	31.932
- Kortfristede forpligtelser	18.598	14.522	17.902	20.735	18.413	11.999
Forpligtelser i alt	49.729	77.198	69.109	20.735	59.345	43.931
Netto rentebærende gæld	16.500	55.200	41.400	35.100	33.500	22.600
Soliditetsgrad, %	46,8	4,4	13,1	15,6	31,3	32,2
Finansiell gearing	0,4	15,5	4,0	3,0	1,2	1,1
Debt-to-assets	0,5	1,0	0,9	0,3	0,7	0,7
Arbejdskapital	6.311	104	16	- 4.409	- 9.845	- 5.751
Likviditetsgrad	1,3	1,0	1,0	0,8	0,5	0,5

Figur 24

TDC nedbringer arbejdskapitalen en del over perioden. Det frigør kapital, der f.eks. kan bruges til at udbetale ekstraordinært udbytte. Dog har det den konsekvens, at likviditetsgraden falder til et ret lavt niveau i 2010.

I forbindelse med regnskabsanalysen stødte jeg ind i den udfordring, at TDC ved hver årsrapport regulerer sammenligningstallene fra forrige år, hvis der er frasolgt datterselskaber,

der normalt blev konsolideret ind i koncernregnskabet. Derfor har jeg taget resultatopgørelsen fra hvert enkelt år for at få det bedste og mest retvisende billede af udviklingen i TDC over perioden.

Indekstallene kan findes i bilag 7. Omsætningen faldt over ejerperioden med 44% på grund af frasalgene. Driftsomkostninger faldt dog mere end omsætningen, hvilket betød, at EBITDA-margin steg over perioden. Det kan konstateres, at TDC blev mere effektive under kapitalfondenes ejerskab. Det mest interessante i disse indekstal er udviklingen i de finansielle poster. Jeg har taget de finansielle poster netto. I 2005 udgjorde det kun 2% af omsætningen. I 2007 var tallet helt oppe på 9%. Det er et udtryk for, at TDC brugte forholdsvis flere penge på bl.a. rentebetalinger for de store lån. Det er et af de typiske kendetegn ved en LBO, at de finansielle omkostninger stiger på grund af nye, større lån.

Mod slutningen af perioden, og op til kapitalfondene begyndte deres exit, foretog TDC flere investeringer. F.eks. ved opkøb af en mindre konkurrent (Fullrate) og ved investeringer i fibernet og 4G-netværk. Samtidigt var flere af de dyre lån blevet nedbragt i en sådan grad, at TDCs kreditvurdering igen blev hævet. Som en naturlig konsekvens af frasalgene, blev antallet af ansatte i TDC-koncernen væsentligt reduceret over perioden. I 2005 før overtagelsen havde koncernen 20.059 ansatte. I 2010 var det reduceret til 10.860. Et fald på 46% i TDC koncernen. Man må dog holde for øje, at visse af medarbejderne er flyttet til eksterne selskaber, som TDC outsourcete opgaver til.

(T.DKK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Overskudsgrad, %	11,3	14,3	20,5	4,0	15,4	15,6
EBITDA-margin, %	27,9	28,8	31,8	33,9	36,3	41,2
EBIT-margin, %	11,3	14,3	20,5	4,0	15,4	15,6
Debt / EBITDA	1,3	4,0	3,3	2,7	2,6	2,1
Antal ansatte	20059	19580	17787	16193	13042	10860

Figur 25

Selvom TDC i de første år led under den store gældsbyrde, lykkedes det alligevel kapitalfonde at gennemføre deres planer. TDC blev over perioden strømlinet og effektiviseret. Overskudsgraden steg fra 11,3% i 2005 - altså året før kapitalfondenes overtagelse - til 15,6% i 2010. EBITDA-margin voksede fra 27,9% til 41,2%

I 2012 gik kapitalfondene angiveligt i break-even, da de solgte en portion aktier. På det tidspunkt havde de fortsat en beholdning til en markedsværdi på små DKK 11 mia., (Finans, 2012) og de endte med et afkast på cirka 70%, viste en analyse foretaget af en professor fra Harvard Business School (mandag morgen, 2015).

Identificerede metoder til værdiskabelse

Til at skabe værdi benyttede TDC sig af operationelle forbedringer, konsolidering af en mindre konkurrent, aktivt ejerskab og i særdeleshed gearing. Alle fem metoder er altså mere eller mindre anvendt i denne case.

3.7.4 GSV Materialeudlejning

I 2015 overtog kapitalfonden CataCap GSV Materialeudlejning og Pitzner. Med sig havde de franske Access Capital Partners og Danica som co-investorer.

GSV og Pitzner beskæftigede sig begge med udlejning af materialer og maskiner til bygge- og anlægsprojekter. De blev lagt sammen under GSVs navn. Selvom denne case er relativt ny i forhold til de tre forrige diskutererede cases, og endnu slet ikke er frasolgt, så tager jeg den med, fordi den er et godt eksempel på buy-and-build. I de andre cases har kapitalfonde(e) været majoritetsaktionær i porteføljeselskabet, men for GSV, er CataCap faktisk ikke majoritetsaktionær. CataCap ejer 36,72% af GSV Holding. Efter aftale mellem aktionærene besidder CataCap kontrollen over GSV Holding og dermed også driftsselskabet GSV Materialeudlejning A/S. Casen er også et godt eksempel på, at kapitalfonde ikke altid er majoritetsaktionær i porteføljeselskaber, men det er okay, så længe de har kontrollen. Topledelsen fra GSV købte også en andel af det nye selskab (CataCap, 2015).

I 2016 overtog GSV både Bilsby og Bramsnæs. Begge selskaber har tidligere overtaget andre konkurrenter, der er røget ind i respektive koncerner. Både Bilsby og Bramsnæs blev konsolideret ind i GSV og fortsatte delvist under GSV brandet. Begge selskaber er også i branchen for udlejning af udstyr og maskiner. De passede derfor perfekt ind i GSV og CataCaps buy-and-build-strategi.

I 2014 ændrer GSV regnskabsår. Jeg har skalleret tallene fra resultatopgørelsen op til at dække 12 måneder, men det kan være en smule misvisende at sammenligne. Indekstallene findes i bilag 8.

I forhold til 2014 var 2015 et mindre godt år. GSV formåede godt nok at lande et resultat før skat på DKK 40 mio. Det svarede til cirka 6% af omsætningen. I 2014 var det 13%. Det skyldes, at GSV havde af- og nedskrivninger, der i 2015 var dobbelt så store som 2014. Ved første øjekast havde CataCaps overtagelse en negativ konsekvens i første år. Det skal man ikke lægge for meget i. Det er ikke unormalt, at der foretages nedskrivninger det første år. Der sker en slags oprydning, der skal klargøre selskabet til fremtiden. EBITDA steg da også med 64%. Omsætningen steg 84%.

Allerede i 2016 så det bedre ud for GSV. Resultat før skat endte på DKK 73 mio., hvilket udgjorde 8% af omsætningen. EBITDA voksede igen massivt. Fra 2015 til 2016 vokser den med 53%, mens omsætningen voksede 34%.

Over perioden er afkastgraden konstant på 7%, mens overskudsgraden stiger pænt fra 6 til 11%. Ligeledes forbedres dækningsgraden. Arbejdskapitalen forbedres sammen med likviditetsgraden over perioden. Således blev risikoen for, at GSV ikke kunne imødekomme deres forpligtelser mindre. Antal ansatte stiger med 240% på bare to år. Her skal man dog være opmærksom på, at en del af disse formentligt kommer gennem overtagelser.

(T.DKK)	2014	2015	2016
Afkastgrad, %	7	7	7
Overskudsgrad, %	6	5	11
Arbejdskapital	- 45.125	- 48.507	- 17.144
Antal ansatte	117	256	398
Likviditetsgrad	0,6	0,8	0,9

Figur 26

Efter CataCaps overtagelse voksede GSVs rentebærende gæld. Egenkapital voksede også, og relativt mere end den rentebærende gæld. Derfor var den finansielle gearing faktisk lavere i 2016 end i 2014 og soliditetsgraden forbedres fra 2015 til 2016.

(T.DKK)	2014	2015	2016
Anlægsaktiver i alt	286.959	640.677	1.063.252
Omsætningsaktiver i alt	64.106	150.071	231.791
Balancesum	350.003	790.748	1.295.043
Egenkapital	73.905	73.905	311.554
Hensatte forpligtelser	51.910	15.350	69.831
- Langfristede gældsforpligte	151.517	357.590	664.723
- Kortfristede gældsforpligte	109.231	198.578	248.935
Gældsforpligtelser i alt	260.748	556.168	913.658
Rentebærende gæld	76.129	119.018	277.900
Finansiell gearing	1,0	1,6	0,9

Figur 27

Der blev ikke skubbet gæld ned i GSV. Derfor ser jeg nu nærmere på CC Tool Invest ApS, der er CataCaps akquisitionsselskab. CataCap har finansieret overtagelsen med en større andel af egenkapital end gæld. Derfor er den finansielle gearing på 0,6 og 0,8 i hhv. 2015 og 2016, hvilket er relativt lavt i forhold til, hvordan kapitalfonde normalt finansierer deres investeringer.

(T.DKK)	2015	2016
Anlægsaktiver	925.871	1.333.243
Omsætningsaktiver	152.267	244.072
Balancesum	1.078.138	1.577.315
Egenkapital	405.875	488.994
Hensættelser	51.901	94.540
Langfristede gældsforpligtelser	461.390	566.022
Kortfristede gældsforpligtelser	158.972	427.759
Rentebærende gæld	237.818	401.014
Finansiell gearing	0,6	0,8

Figur 28

GSV er en spændende case og et godt eksempel på buy-and-build strategien. I første undersøgelse kom jeg frem til, at kun få af de undersøgte cases var "rigtige" buy-and-build, hvor

mange større selskaber konsolideres til én stor. Her er GSV et godt eksempel. Desværre er casen så ny, at den er svær for alvor at analysere på. Det ville være interessant at se på, om multiple løftede sig, som teorien siger, når GSV bliver større.

Der findes kun oplysningerne om, at prisen for GSV skulle ligge på DKK 700 - 800 mio. (Berlingske Business, 2015). Desværre findes der ikke oplysninger omkring købspriser for de øvrige opkøbte selskaber. Derfor giver det ingen mening at forsøge at udregne, hvor meget værdi der er blevet skabt. På baggrund af DKK 800 mio. som købspris og en EBITDA i 2014 på DKK 105.331.000 (skaleret op til 12 måneder, da regnskabsåret kun løber over syv måneder) finder jeg en EV / EBITDA multiple på 7,6. GSV kan sandsynligvis se frem til at vokse i værdi dels gennem en større EBITDA og løft i multiple, da større selskaber også vokser i multiple.

Identificerede metoder til værdiskabelse

For GSV er buy-and-build-strategien den primære værdiskabelsesstrategi. De benytter sig ligeledes af operationelle forbedringer, aktivt ejerskab og i mindre grad gearing. Det er for tidligt at konkludere, om multiple løftes, men den burde vokse, hvis teorien har ret.

3.8 Er en metode bedre end andre?

Selvom der findes forskellige metoder, udelukker de naturligvis ikke hinanden. Som de to undersøgelser viser, benytter kapitalfondene sig normalt af flere metoder, når de skal forsøge at skabe værdi i deres investeringer. Hvilken metode man bør anvende, afhænger i høj grad af porteføljeselskabets finansielle stilling, placering i livscyklussen, potentiale og så videre. Selskaber skal behandles forskelligt og har næppe de samme behov.

En undersøgelse foretaget af HHL Leipzig Graduate School of Management og The Boston Consulting Group slår fast, at buy-and-build er den kilde til værdiskabelse, der skaber det største afkast, hvilket bakker op om mit teoretiske eksempel i kapitel 3.3.3. De drager deres konklusioner på baggrund af 121 investeringer. De slår ligeledes fast, at operationel værdiskabelse er den mest benyttede metode. I 2012 blev 48% af værdien i investeringerne skabt ved operationelle forbedringer. I 1980'erne var tallet blot 18%. Se grafen i bilag 9. Over tiden har metodernes bidrag til værdiskabelse ændret sig. Undersøgelsen viser, at i 1980'erne var gearing den metode, der bidrog mest til værdiskabelse. I 2012 udgjorde gearing kun en mindre del (The Boston Consulting Group, 2016).

Mine undersøgelser ovenfor viste, at løft af multiple skabte mest værdi i de to cases, hvor jeg var i stand til at beregne afkastet. De to cases er næppe repræsentativt for kapitalfondenes investeringer generelt.

3.9 Delkonklusion

Af de undersøgte cases var operationelle forbedringer den mest benyttede metode til værdiskabelse i kapitalfondenes investeringer. Det aktive ejerskab var ligeledes hyppigt anvendt gennem f.eks. indsættelse af egne folk i ledelse og bestyrelse og nøglemedarbejderes

medejerskab. Selvom gearing og løft af multiple ikke eksplicit omtales, findes de alligevel i mange cases. I de dybdegående undersøgelser var løft af multiple den primære kilde til værdi. En undersøgelse viser dog, at buy-and-build-strategien er være den, der kan give mest værdi.

Kapitel 4 - Andre metoder for kapitalfondene?

4.1 Indledning

I dette kapitel vil jeg se nærmere på forskellene mellem kapitalfondsejede, børsnoterede og privatejede selskaber med udgangspunkt i de fem metoder til værdiskabelse, som jeg definerede i forrige kapitel. På baggrund af de fem metoder vil jeg diskutere deres muligheder for at anvende disse i bestræbelserne på at skabe værdi, og om det ene slags ejerskab er mere fordelagtigt fremfor de andre.

Indledningsvis opridser jeg definitionerne af de ejerskabsformer, jeg tager udgangspunkt i:

Børsnoteret selskab:	Et aktieselskab der er optaget til handel på en offentlig børs
Kapitalfondsejet:	Et selskab ejet af en kapitalfond
Privatejet:	Et selskab der hverken er børsnoteret eller kapitalfondsejet, men på anden måde privatejet

Privatejede selskaber kan dække over forskellige former. Jeg vil tage udgangspunkt i private, familieejede selskaber. Ligeledes tager jeg udgangspunkt i, at familieejede selskaber handles væsentligt sjældnere end andre ejerskabsformer.

4.2 Operationelle forbedringer

Kapitalfondene er meget aktive med at lave operationelle forbedringer i deres investeringer. Tidligere så jeg, at i mindst 73% af de undersøgte selskaber, havde kapitalfonden på en eller anden måde forbedret og effektiviseret driften. Det er umiddelbart svært at sammenligne kapitalfondenes brug med de øvrige ejerskabsformer. På en eller anden måde forsøger alle selskaber vel altid løbende at optimere og effektivisere driften gennem større eller mindre investeringer, lettelse af arbejdsgange og lignende.

Jeg tror, at kapitalfondenes arbejdsmetoder med operationelle forbedringer er mere kendte, fordi de overtager et selskab og straks iværksætter større tiltag for at effektivisere. Kapitalfonde lader CEO i porteføljeselskabet styre driften og gøre det vedkommende er god til. De hyrer folk ind til det, CEO er mindre god til og forsøger på den måde at løfte selskabets drift.

Kapitalfondes mere konsekvente stil virker måske mere voldsomt, hvor andre selskaber nok tager flere mindre tiltag løbende over tid. Måske kapitalfondenes mere drastiske tiltag vækker mere opmærksomhed, når det også kombineres med afskedigelser af medarbejdere. Men kapitalfonde er ikke de eneste, der afskediger medarbejdere som et led af spare- og effektiviseringsplaner. I kapitel 5 vil jeg diskutere nedskæringsmyten nærmere. I denne omgang hæfter jeg mig bare ved, at kapitalfonde ikke er de eneste ejere, der benytter sig af afskedigelser. Det gør andre selskaber også.

Jeg tror, det er ganske naturligt, at der sker operationelle ændringer, når et selskab får en ny ejer. Uanset om det er en strategisk eller finansiel investor, vil denne formentligt altid kigge

forretningsgangene efter i søgen efter effektiviseringer. Uanset ejerskabsform har alle selskaber lige muligheder for at skabe værdi gennem optimeringer i driften.

4.3 Buy-and-build

Jeg har ikke været i stand til at finde data omkring forskellige selskabers brug af buy-and-build-strategien (og konsolidering). Det er en helt almindelig arbejdsmetode hos kapitalfondene. Det kan være alt fra overtagelse af en mindre distributør til sammenlægning af flere store selskaber for at skabe én stor. Alle selskaber har samme muligheder for at benytte metoden og vokse gennem strategiske investeringer, der f.eks. kan tilføre selskabet nye produkter, adgang til nye markeder eller måske få tilført talent og know-how. Motiverne kan være mange, men det er vigtigt at huske på, at uanset ejerskab har alle lige muligheder for at konsolidere.

Jeg kunne forestille mig, at kapitalfondene er mere aktive med at konsolidere flere selskaber sammen til ét sammenlignet med både børsnoterede og familieejede selskaber. Familieejede selskaber har måske en mere passiv strategi, hvor man er mere forsigtige og ikke løbe nogle risiko for at ødelægge familiens selskab og økonomi. De børsnoterede selskaber tænker mere strategisk og køber, hvis de øjner en mulighed for at supplere den nuværende forretning eller sprede deres risiko og gå ind på et nyt marked.

4.4 Løft af multiple

Tidligere har jeg vist, at multiple hæves, både for omsætning og EBITDA, når selskabet vokser. I første omgang kiggede jeg kun på selskaber ejet af kapitalfonde, men det lader til, at det også gælder for børsnoterede selskaber. Michael Jacobs, økonomiprofessor ved The University of North Carolina, hævder, at der er empirisk evidens for, at jo større et selskab er, jo højere multiple handles det til. Han begrundet dette med stordriftsfordele og stærkere forhandlingsposition (Jacobs Capital, 2017).

Det er altså muligt for alle selskaber, uanset ejerskab, at øge dets værdi gennem løft af multiple. Når selskabet vokser, vokser multiplerne tilsvarende. En forskel er dog, at for at kende multiplerne for private selskaber, skal man se på eksekverede virksomhedshandler. Der er en risiko for et usammenligneligt grundlag. For børsnoterede selskaber er det nemmere at finde multiplerne. Her kender man jo en markedsværdi og simpelt udregne f.eks. EBITDA-multiple, P/E-multiple og lignende. Dermed kan man nemt se, hvordan de forskellige multipler udvikler sig.

4.5 Aktivt ejerskab

Der er stor forskel på ejernes udøvelse af aktivt ejerskab i de forskellige ejerskabsformer. Ligeledes er der stor forskel på beslutningsprocesserne. Det aktive ejerskab dækker over en lang række forskellige ting, som jeg kort vil redegøre for i forhold til forskellene mellem ejerskabsformerne.

For kapitalfondsejede selskaber er der en kort beslutningsproces. Kapitalfondene er kendte som aktive ejere, der ikke tøver med at indsætte nye folk i ledelsen og bestyrelsen. Partnerne i kapitalfonden kan beordre porteføljeselskaberne til at følge deres strategi. Det er hurtigt, nemt og smidigt, da kapitalfonden som hovedaktionær kan gøre, som de vil. Man behøver ikke indkalde til generalforsamling eller lignede. Det samme gør sig gældende for privatejede selskaber. De oplever også samme hurtige og smidige kommandoveje. Fælles for kapitalfondsejede selskaber og privatejede, f.eks. familieejede, er, at der typisk sidder en majoritets-ejer bag, altså en kapitalfond eller en familie, der har kontrollen over selskabet. Ejeren er meget engageret i at maksimere værdien af selskabet og indsætter gerne folk fra fonden og netværket i bestyrelsen eller ledelsen.

De børsnoterede selskaber har sjældent samme muligheder, idet ejerskabet er typisk spredt ud på mange forskellige aktionærer. Beslutningerne kan derfor ikke bare tages. Der skal indkaldes til generalforsamling for at høre aktionærenes mening om f.eks. overtagelsestilbud. Det spredte ejerskab gør beslutningsprocesserne mindre smidige og øger risikoen for free-riders blandt aktionærene. Altså aktionærer der ikke deltager i beslutningerne, men ser passivt til. Et spredt ejerskab betyder også, at enkeltaktionærer har svært ved at udøve aktivt ejerskab, medmindre de har et stort antal stemmer. Omvendt kan det, at der skal opbakning fra andre ejere, også ses som en god ting. En enkelt ejer kan ikke gennemtrumfe noget uden andre ejere skal høres og beslutningen er drøftet på forhånd.

For selskaber, der har behov for frisk kapital, er ejerskabsformen betydningsfuld i forhold til tempoet, kapitalen kan hentes i. For kapitalfondsejede selskaber kan ny kapital hentes relativt hurtigt. Kapitalfonde er pengestærke og villige til at indskyde kapital - i hvert fald hvis de kan se potentialet i det, som en investering i selskabets fremtid. Da porteføljeselskabet er ejet privat, er indskud af kapital nemt og hurtigt. Hvis kapitalfonden derimod har lukket for hanen af frisk kapital, kan det se sort ud for porteføljeselskabet, der må leve uden. Ellers er der den mulighed at lade en ny (med)ejer indskyde kapital i selskabet.

Omvendt har børsnoterede selskaber en anden mulighed for at hente ny kapital. Børsnoterede selskaber har mange ejere og der kan derfor være forskellige holdninger til tilførsel af ny kapital. Hvis majoritetsejeren ikke er indstillet på at indskyde ny kapital, så er der muligvis en række småejere, der vil være med. Desuden er der mulighed for at nye ejere kan købe nye aktier ved aktieemissionen. Børsnoterede selskaber er altså ikke afhængig af én ejers vilje, men kan appellere til den brede offentlighed. Ulempen for børsnoterede selskaber er, at der skal udarbejdes et prospekt før indledning af aktieemissionen. Det er både dyrt og tidskrævende at udarbejde. Indhentning af ny kapital er en langsommelig og besværlig proces. Børsnoterede selskaber kan derfor ikke reagere hurtigt, hvis der ikke er kapital til det. En aktieemission skaffer altså kapital på lidt længere sigt. Derfor har børsnoterede selskaber ofte en stor egenkapital. De prøver at undgå situationen, hvor en aktieemission er nødvendig.

Man kan videre også diskutere, om det er en ulempe, at selskabets ejere ikke nødvendigvis er pengestærke - afhængigt af sammensætningen af ejerkredsen, naturligvis - men kan bestå af mange små ejere, der måske, måske ikke har mulighed for at investere yderligere i selskabet.

For familieejede selskaber kan der være forskellige scenarier. Det afhænger af, om familien bag selskabet har kapital nok, den kan indskyde i selskabet. Hvis den har kapital, kan det ske nemt og hurtigt, ligesom hos de kapitalfondsejede selskaber. Kan familien bag selskabet ikke rejse den nødvendige kapital, må selskabet klare sig uden. Her kan man - ligesom med de kapitalfondsejede selskaber - overveje at lade en ny (med)ejer skyde kapital i selskabet. For privatejede selskaber kan kapitalindskud altså ske forholdsvist hurtigt og nemt, men er typisk afhængigt af én eller få ejeres vilje og mulighed. Børsnoterede har omvendte vilkår. Det er længere og mere ressourcekrævende proces, men appellerer til langt flere (potentielle) ejere.

4.6 Gearing

Alle selskaber har samme muligheder for at stifte gæld og geare selskaber i bestræbelserne på at hæve værdien. Ved gearing nyder man samtidigt godt at skattefradraget for finansieringsudgifterne. Selskabets værdi er uafhængigt af finansieringen og det er derfor i princippet ligegyldigt hvordan selskabet finansieres. Som dokumenteret i kapital 3.6 er der dog stor forskel på gearingen under de forskellige ejerskabsformer. Der er en klar tendens til, at kapitalfondsejede selskaber opererer med en væsentligt højere gearing end andre ejerskabsformer. I undersøgelsen af gearingen var der ikke taget højde for, om de privatejede selskaber var familieejede. Der er dog en tendens til, at familieejede selskaber har en lavere gæld, fordi familiens privatøkonomi er afhængigt af selskabet (Politiken, 2014).

En rigtig interessant - og stor - forskel mellem børsnoterede og privatejede selskaber er selvfinansiering. I grunden er direkte eller indirekte selvfinansiering forbudt for ethvert kapital-selskab, jf. selskabsloven § 206. Et selskab kan altså ikke selv finansiere dets egen overtagelse. En form for selvfinansiering er dog en helt almindelig del af kapitalfundsmodellen. Det er her debt-push-down sker i praksis. Hvis et målselskab udbetaler udbytte, kan akkvisitions-selskabet indfri sin gæld. Således har målselskabet betalt for sin egen overtagelse, og det er ikke ulovligt. Det er nemlig tilladt for et kapitalselskab at udbetale udbytte. Man kan helt sikkert argumentere for, at der er tale om indirekte selvfinansiering, men på en lovlig måde.

4.7 Hvad er mest fordelagtigt?

Der findes ingen facitliste for hvilken ejerskabsform, der er den bedste. Forskellige stadier i livscyklussen har bedst af forskellige ejerskabsformer. Derfor kan man diskutere, hvilken form der er bedst hvornår. Jeg prøver kort at drøfte mine egne tanker.

For de helt unge selskaber i introduktions- og den tidlige vækstfase vil jeg mene, at et privat ejerskab er den optimale ejerskabsform. De er typisk ejerledet og med begrænset budget. Der er mange andre ting at tænke på end investor relations og hvad der ellers følger med at være børsnoteret. Ejeren(e) af det unge det unge selskab har muligheden for hurtigt at indskyde penge, hvis der skulle opstå akut behov. Råder ejeren(e) ikke selv over den nødvendige kapital, kan der man prøve at finde en business angel eller venture fond som investor. De er erfarne i at få unge selskaber til at vokse og kan bl.a. bidrage med erfaring, netværk og kapital.

Når selskabet er vokset kan det være interessant for en kapitalfond. Kapitalfondens arbejds-metoder og erfaring kan være med til at udvide forretningen, f.eks. gennem produktudvikling eller måske en introduktion på udenlandske markeder. Der kan hurtigt indskydes ny kapital, hvis det skulle være nødvendigt.

Når selskabet er blevet endnu større, vil en børsnoteringen måske være interessant. Ejeren kan sælge ud af sin andel ved noteringen, flere ejere kan være med og der kan rejses kapital til yderligere udvikling. Der kan ligeledes være prestige for ejere, ledelse og medarbejdere ved en børsnotering. Der kommer større opmærksomhed på selskabet, som forstærker omdøm-met.

Et børsnoteret selskab kan have godt af at blive afnoteret. Særligt hvis det er kriseram-t. Roen og det aftagende pres fra offentligheden, som selskaber opnår ved at blive privatejet, kan hjælpe det til at udvikle sig i en positiv retning. Der kan tages hurtige beslutninger og indskydes ny kapital. Det gjorde sig gældende for Chr. Hansen A/S, der blev afnoteret, udviklet og noteret igen fem år senere af den franske kapitalfond PAI Partners (Berlingske Business, 2010).

4.8 Delkonklusion

Langt hen ad vejen har alle selskaber de samme muligheder for at øge værdien, uanset hvordan de er ejet. Alle kan foretage operationelle forbedringer ved f.eks. at effektivere driften, investere i ny software eller ved at afskedige ansatte. De har samme muligheder for at konsolidere og ejerne kan udøve aktivt ejerskab. Kapitalfonde er ofte bare mere konsekvente. De lader CEO styre det, vedkommende er god til. Mangler man viden og evner indenfor et område, henter man folk ind.

Det eneste punkt, hvor jeg ser kapitalfondene skille sig ud, er under gearingen. Alle selskaber kan løfte deres værdi gennem gearing, selvom hverken børsnoterede eller privatejede selskaber normalt har en lige så høj gearing som de kapitalfondsejede selskaber. Forskellen kommer ved selvfinansieringen. Kapitalfondene er aktive med at skubbe den til overtagelsen stiftede gæld ned i det opkøbte selskab. Det er ikke en metode, der anvendes af andre end kapitalfonde.

Kapitel 5 - Kritik af kapitalfonde

5.1 Indledning

I dette kapitel tager jeg fat i fem af de største kritikpunkter af kapitalfonde, jeg er stødt ind i, i researchen til denne afhandling. Jeg opstiller kritikken og på baggrund af data og argumenter både for og mod, diskuterer jeg, om jeg synes, at kritikken er berettiget eller ej. Der findes mange fordomme og myter om kapitalfonde og deres arbejdsmetoder. Jeg vil ikke diskutere selve deres arbejdsmetoder nedenfor, men diskutere, om jeg mener, der er hold i kritikken af kapitalfondene og deres metoder.

5.2 Massiv gældsstiftelse

Et af de største kritikpunkter, jeg er stødt på i udarbejdelsen af afhandlingen, er den ofte store gældsstiftelse, der skubbes ned i det overtagede selskab. I Danmark blussede debatten for alvor op, da vi alle var vidner til, hvordan TDC blev overtaget og selv finansierede en stor del. Særligt Poul Nyrup Rasmussen (2007) har langet ud efter kapitalfondene. Arbejdsmarkedsforsker Flemming Ibsen har udtalt, at "TDC er et typisk eksempel på kapitalfondsovertagelse: Fonden tømmer selskabets pengekasse og pantsætter resten, samtidig med at ledelsen forsøger at effektivisere virksomheden for at øge overskuddet." (Ugebrevet A4, 2007)

Når kapitalfonde finansierer deres overtagelser med så stor en andel af gæld, hænger det sammen med, at gælden er billigere end egenkapital. Kapitalfondene søger naturligvis den billigste finansiering til at øge værdiskabelsen. Man kan naturligvis mene, hvad man vil om den selvfinansiering, TDC udsættes for gennem kapitalfondenes debt-push-down. En meget stor finansiell gearing presser et selskab. Dels til at kunne overholde rentebetalinger, men også fordi risikoen for en konkurs stiger. Selskabet har ringere muligheder for at stifte ny gæld, hvis frisk kapital skulle vise sig nødvendig. Men jeg mener, man også er nødt til at se det fra en anden vinkel. Kapitalfondene slankede og effektiviserede TDC. Før kapitalfondenes overtagelse, oplevede TDC en tilbagegang. Toplinjen faldt svagt fra 2001 til 2003, mens budlinjen var svingende omkring nul. I starten af det nye årtusinde gik TDC fra monopol til mere liberale konkurrenceforhold, hvor andre aktører meldte sig på banen. Så må der alt andet lige ske forandringer for at tilpasse sig et forandret marked.

Den store maskine blev en mere strømlinet forretning tilpasset den nye markedssituation. Når en forretning oplever så stor en omvæltning, er det nødvendigt med ændringer. Her kan kapitalfonde altså noget, som bare ikke ses mange andre steder. Og slet ikke i børsnoterede selskaber, hvor ejerskabet er spredt ud på mange småaktionærer. Ved kapitalfondenes ejerskab blev knap 90% af stemmerne samlet og én aktiv ejer kunne tage initiativ og ansvar for forandringen.

Alle selskaber har jo samme muligheder for effektivisere. Kapitalfondene skiller sig nok bare mere ud ved at lave mere radikale ændringer hurtigere end man ellers ville se. Kapitalfondene er ikke bange for at tage ansvaret for at optimere et selskab. Er ejerskabet spredt på mange mindre ejere, hvilken ejer er det så, der tager dette ansvar? Derfor får kapitalfondene nok

også mere opmærksomhed, når de fører deres planer ud i livet. I dette tilfælde lykkedes det jo kapitalfondene at føre TDC gennem en større proces med forandringer af organisationen. TDC blev ganske vidst mindre, men til gengæld mere strømlinet og fokuseret.

Man kunne sikkert diskutere længe, om kapitalfondene var et godt bekendtskab for TDC, sådan som kritikkerne påstår. Kapitalfondene efterlod altså en stærk forretning, der var tilpasset den nye markedssituation. Var andre villige til at gøre det samme? Har de, de samme evner? Det kan lade sig gøre, men jeg er bestemt ikke sikker på, at andre kunne udrette de samme resultater.

Særligt interessant er det, at den forhenværende administrerende direktør Carsten Dilling efter kapitalfondenes exit roste kapitalfondenes evne til at ændre den gamle selskabskultur og udtalte:

”Fondene er i særdeleshed dygtige til at lægge en strategisk plan og sørge for, den bliver eksekveret. Jeg har været med fra starten og kan se, hvor meget TDC har flyttet sig på sin kundeorientering og det at kunne eksekvere på aktivitetsplaner.”

Han fortæller at kravene til ledelsen var store, hvilket har styrket TDCs ledelse. Han afsluttede:

”Vi vil lede virksomheden med præcis samme ambitionsniveau og mentalitet, som under kapitalfondsejerskabet. Det går ikke lige væk, fordi ejerskabet skifter.” (Berlingske Business, 2013)

Carsten Dillings udtalelser sætter kritikken af kapitalfondene i et lidt andet lys, synes jeg. Man må dog ikke glemme, at Carsten Dilling formentligt har nydt godt af kapitalfondenes incitamentsordninger. Det er vigtigt at huske, men man kan kun gisne om hans motiv.

Dillings udtalelser bakkes op af Steen Vallentin, lektor på Institut for Ledelse, Politik og Filosofi ved Copenhagen Business School. Han siger: ”Det kan være med til at skabe mere konsekvent fokus på effektiv organisering i store, tunge organisationer som TDC, hvor man måske - på trods af privatiseringen - endnu ikke helt har løsrevet sig mentalt fra de gode, gamle monopoldage.” (Ugebrevet A4, 2007)

5.3 På bekostning af medarbejdere

I forlængelse af TDC som eksempel ovenfor, er det oplagt at se på den jævnlige kritik kapitalfondene får for ikke at interessere sig for medarbejderne, men blot iværksætte fyringsrunder og forringe arbejdsvilkårene for at spare penge. Det er et interessant kritikpunkt, jeg gerne vil se nærmere på.

Indledningsvis skal man huske på, at fratrædelsesordninger nogle gange er uundgåelige, hvis et selskab skal opretholde sin drift. I en turn-around er det ofte et nødvendigt skridt at afskedige medarbejdere i forsøget på at vende udviklingen og gøre selskabet sundere. Det er naturligvis aldrig sjovt, men alternativet er jo endnu værre; at selskabet måske går i betalings-

standsning og alle medarbejdere må afskediges. Det kan hjælpe til udvikling at outsource afdelinger, hvor medarbejdere rykkes til eksterne selskaber. Porteføljeselskabet får bedre styr på omkostningerne og de outsourcete afdelinger kan lave andre, eksterne opgaver. Det ligner en nedgang i medarbejderstaben, men de er egentligt bare rykket ud af koncernen.

Hvis en finansiel krise rammer markederne, kan alle selskaber jo være nødsaget til at opsig medarbejdere. Uanset om det er kapitalfondsejet eller ej. Så det er ikke nødvendigvis så firkantet, når Poul Nyrup Rasmussen siger, at "alle erfaringer viser, at kapitalfonde er mere aggressive med fyringer." Han bakkes op af en undersøgelse fra Havard University, der viser, at kapitalfonde fyrer flere og giver dårligere arbejdsvilkår end sammenlignelige selskaber (Computerworld, 2008). Det vil jeg gerne udfordre lidt. Det har dog ikke været muligt at finde antal fyringer eller afskedigelsesordninger i selskaber ejet af kapitalfonde kontra børsnoterede. Det har kun været muligt at finde data for netto tilgangen i medarbejderstaben.

I 2013 steg antallet af medarbejdere i kapitalfondsejede selskaber med 10,8%, mens antallet i resten af den private sektor var uændret, jf. en undersøgelse fra DVCA (Den Offentlige, 2015). Et fint eksempel på stor jobskabelse i et kapitalfondsejet selskab er ISS. I 2005 blev ISS overtaget af EQT og Goldman Sachs. Dengang havde ISS A/S 303.882 ansatte. I 2014, hvor ISS blev børsnoteret, var antallet på 510.968, jf. de respektive årsrapporter. Det er en stigning på 68% over perioden og små 6% årligt. Det er naturligvis bare et enkeltstående eksempel. Et godt eksempel på hvor godt, det kan gå. Det er ikke repræsentativt for alle kapitalfondsejede selskaber, men jeg synes det er et godt eksempel på, det ikke behøver at være negativt at være under kapitalfondsejerskab.

I Storbritannien viser en undersøgelse fra 2007 fra The British Private Equity and Venture Capital Association, at kapitalfondsejede selskaber over en femårig periode øgede den samlede medarbejderstab med 8%, mens selskaber i to aktieindeks på London Stock Exchange, FTSE 100 og FTSE Mid-250, øgede med hhv. 0,4% og 3% (BVCA, 2007).

På denne baggrund synes jeg ikke, det kan konkluderes, at kapitalfonde er årsag til jobdestruktion - det er nærmere omvendt. Ovenstående viser, at kapitalfondene bidrager til jobskabelse gennem deres investeringer.

Hvad angår medarbejdertilfredsheden, så viste en undersøgelse fra første halvår af 2017 foretaget af analysevirksomheden Analyzer for DVCA, at medarbejderne i kapitalfondsejede selskaber generelt er mere tilfredse end resten af befolkningen. DVCA peger på, det bl.a. skyldes, at kapitalfondene optimerer og effektiviserer for at gøre medarbejderne mere produktive, fastsætter klare og ambitiøse strategier og kapitalfondene ikke kun investerer i selskaber, men også i mennesker. De ansatte bringer nemlig værdi til selskabet (DVCA, 2017).

En noget ældre undersøgelse foretaget af Ugebrevet A4 i 2007 viste, at flere medarbejdere føler et øget pres efter deres arbejdsgiver er blevet overtaget af en kapitalfond. Der peges på, at det øgede pres på ledelsen også giver større pres på menige medarbejdere. Et citat fra artiklen, jeg synes er interessant at inddrage, er:

”Det handler om effektivisering og om at skære helt ind til benet med henblik på at realisere den størst mulige økonomiske gevinst ved den foretagne investering. Den menneskelige del af ligningen er ikke overbetonet i denne slags opkøb.” (Ugebrevet A4, 2007)

Omvendt viser en undersøgelse fra 2009 foretaget for LO, at ansatte i kapitalfonde er lige så tilfredse, som ansatte i lignende selskaber. Der er altså ingen forskel på, om selskabet er ejet af en kapitalfond eller ej (Berlingske Business, 2009).

Det er i konflikt med DVCA's undersøgelse og kommentarer. Man skal naturligvis huske på, at der er 10 år mellem den første og den seneste undersøgelse. Samtidigt ligger Ugebrevet A4 en anelse mod venstre, når vi inddrager deres ideologi, hvor DVCA taler kapitalfondenes sag. Det er svært at konkludere noget, men jeg mener, man skal huske på, at kapitalfondene ikke bare kan behandle de ansatte dårligt, da det er værdiskabende at have tilfredse medarbejdere. Tilfredse medarbejdere er også mere produktive og samarbejdsvillige. Endeligt lever vi i et vidensamfund, hvor ejere også bør investere i talenter og medarbejdere med know-how. Det er svært at genkende Poul Nyrup Rasmussens og Harvard Universitys billede af, at kapitalfonde skulle give ringere arbejdsvilkår end andre ejere.

5.4 Skatteunddragelse

I Poul Nyrup Rasmussens bog (2007), langer Christen Amby ud efter kapitalfondenes måde at bruge K/S-strukturen til deres fonde. Christen Amby er medlem af Skatterådet og bl.a. stifter af Nordkoreas venskabsforening (Djøf Bladet, 2009). Han hævder, at:

”Det er blandt andet for at undgå at betale skat, at kapitalfondene organiseres som kommanditselskaber...”

Jeg er uenig i denne påstand. Når et K/S benyttes, skal der stadig betales skat. Der er bare forskel på, hvem der beskattes. K/Set er skattetransparent og derfor beskattes partnerne direkte. Anvendes aktieselskab eller anpartsselskab til at stifte fonden, er det kapitalselskabet, der beskattes. Organiseres fonden som et kapitalselskab, vil investorerne blive beskattet i tre led. Først bliver porteføljeselskabet beskattet, derefter fonden og til sidst investorerne. Når der bruges K/S, er det, som Christen Amby også selv nævner, i høj grad også fordi, man undgår omfattende regler for kapitalselskabers oplysningspligt.

Christen Amby kommer også ind på TDC's skattebetaling i 2006 - året for overtagelsen. Han vurderer, at TDC ikke har betalt dansk selskabsskat i 2006. Det kunne være rigtig interessant at analysere nærmere på. Desværre er tallene konsolideret sammen med skattebetaling i udlandet. Jyllands Postens erhvervsmedie Finans (2007) bakker dog op med: ”TDC står til at blive nulskatteyder, efter at telekoncernen er blevet købt af kapitalfonde.” Man kan mene om denne metode, hvad man vil, men den er ikke ulovlig.

En tredje kritik er, at fondene stiftes i skattely. Robert Spliid (2007) diskuterer, at en grund til at fondene etableres på f.eks. Cayman Islands er, at reguleringen er mere stabil end i Danmark, hvor reglerne ændres lidt løbende. Ved at etablere fonden på Cayman Islands udnytter man

de faste regler, og skal kun forholde sig til ét sæt regler. Det er en fordel for kapitalfonde, der ønsker at tiltrække internationale investorer. Investoren skal kun sætte sig ind i ét sæt regler og ikke ét sæt pr. land, den investerer i. Med hensyn til skatten er det jo underordnet, om K/Set er organiseret i Danmark eller udlandet, da det jo er skattetransparent og investoren beskattes med sin skatteprocent i hjemlandet.

Jeg ser det som en misforståelse, når det hævdes, at kapitalfonde ikke betaler skat. Porteføljeselskaberne betaler skat - selvom de udnytter reglerne om rentefradrag. Det er jo ikke ulovligt og alle andre selskaber, uanset ejerskab, har samme muligheder - og investorerne beskattes af deres afkast. Der beskattes altså i to led - præcis som det ville ske ved investering i et børsnoteret selskab. Jeg skal ikke frikende kapitalfondene for at spekulere i at minimere deres skattebetaling. Naturligvis gør de det, men det er også et faktum, at de bidrager med en meget stor indtægt til statskassen. Dels gennem betalinger fra deres porteføljeselskaber og dels gennem afkastet, deres investorer beskattes af. I 2016 betalte kapitalfondenes porteføljeselskaber tilsammen DKK 9,2 mia. til statskassen i skatter, afgifter og moms. I rent selskabsskat betalte de DKK 1,4 mia., svarende til cirka 5% af det samlede danske skatteprovenu (DVCA, 2017).

Når det er sagt, opstår der dog også tvivlsomme transaktioner hos kapitalfondene. Et godt eksempel i nyere tid er OW Bunker. Kapitalfonden Altor, der ejede OW Bunker, trak over DKK en mia. ud af Wrist Group, der senere blev splittet op i to selskaber: OW Bunker og Wrist Ship Supply. Pengene blev ført gennem et holdingselskab i Luxembourg og videre til skattelyet Jersey. Udbyttet blev ikke beskattet i Danmark, hvorfor SKAT mener, at OW Bunker hæfter for den manglende indeholdende kildeskat (DR, 2017). Det er altså porteføljeselskabet - og dermed konkursboet - der hæfter for den manglende skattebetaling efter en manøvre, der er fortaget af kapitalfonden Altor. Det er på trods af, at hele gevinsten havner i kapitalfondens lommer og ledelsen i OW Bunker ikke bakkede op om denne manøvre. Det havde to ledelsesmedlemmer givet erklæring om gennem en advokat (Energiwatch, 2017). Kort før OW Bunkers konkurs afviste Altor at indbetale DKK 54 mio., som bankerne krævede for at holde OW Bunker i live. Altor havde ellers tjent omkring DKK tre mia. på OW Bunker (Børsen, 2016).

Det kan virke noget forrykt, at Altor gennem udbytter og børsnotering tjener DKK tre mia., men afviser at indskyde DKK 54 mio. for at holde liv i et selskab, hvor man er majoritetsaktionær. De nærmere overvejelser bag dette, finder vi måske aldrig ud af, men tilbage står et konkursbo, en masse tabte arbejdspladser og en skatteregning, der blot kan lægges oveni bunken af kreditorer og som måske aldrig bliver betalt. På en måde er det danske samfund tabere i denne sag, men på den anden side bliver en del af Altors gevinst udbetalt til fondens investorer. Investorerne kan være danske pensionselskaber. Derfor kan dele af gevinsten komme danske pensionsopsparinger til gode. Det ændrer dog ikke på en noget uetisk opførsel af Altor i sagen, der fortjent får kritik.

Selvom de fleste kapitalfonde naturligvis betaler deres skat og bidrager til det danske skatteprovenu, så findes der desværre også tilfælde af skatteunddragelse. Endda hvor porteføljeselskabet hænger på regningen efterfølgende. Sådanne skattefinter stjæler desværre al

fokus fra de mange, dygtige kapitalfonde, der overholder reglerne og bidrager positivt til samfundet.

5.5 Ugennemsigtigt og uetisk

En anden ting kapitalfonde tit kritiseres for, er den manglende gennemsigtighed i deres investeringer og måden, de arbejder på. Kritikken opstår fordi både fondene, som K/Ser, og de privatejede selskaber har en meget begrænset oplysningspligt.

Det er mit indtryk gennem omfattende research, at det egentligt passer kapitalfondene ganske godt, at de har arbejdsro, når de skal udvikle deres porteføljeselskaber. Det manglende pres fra omverden og aktionærer betyder, at kapitalfondene kan anvende deres metoder og føre deres strategi ud i livet uden at skulle oplyse og nødvendigvis inddrage interessenter, der ellers kunne stille spørgsmålstejn ved metoder og strategi.

Men denne lukkethed betyder en stor mystik og uvidenhed omkring kapitalfondene, da offentligheden ikke kender særligt meget til, hvordan maskinrummet i kapitalfondene ser ud. Det resulterer i en masse myter og fordomme, som ofte er usande. Kapitalfondene virker til at være bevidste om dette og prøver naturligvis at informere om deres måder at investere på - dog uden at fortælle alt for meget om arbejdsmetoderne. F.eks. udsender DVCA med jævne mellemrum en rapport omkring åbenhed i kapitalfonde. Rapporten indeholder et sæt retningslinjer for, hvordan kapitalfonde og deres investeringer arbejder og rapporterer. Formålet er at øge kendskabet til kapitalfonde og invitere interessenter til dialog (DVCA, 2017). Kapitalfondene gør også selv en indsats for at informere. Mange kapitalfonde har afdelinger, der beskæftiger sig med Environmental, Social and Governance (ESG). Eksempelvis rapporterer EQT årligt for deres ESG (EQT, 2017).

Der er ingen tvivl om, at kapitalfonde gerne vil begrænse hvor meget, de fortæller til omverdenen, men på den anden side forsøger de at aflive myter ved at fortælle og oplyse om deres arbejdsmetoder.

5.6 Kortsigtede kapitalfonde

Et andet kritikpunkt af kapitalfonde går på, at ejertiden skulle være kortsigtet. Poul Nyrup Rasmussen beskriver i sin bog (2007) kapitalfondene således:

”Med finanskapitalismens indtog er det de store fonde - kapitalfonde, hedge fonde, investeringsbanker, forsikringselskaber og pensionskasser - som nu er blevet de dominerende investorer og - ofte utålmodige - ejere af virksomhederne. Nu sættes der langt mere ensidigt fokus på kortsigtet, maksimalprofit. På den måde er presset på virksomhederne konstant stigende for at skaffe størst muligt og hurtigst muligt afkast til investorerne.”

Derudover er der generelt en fordom om, at kapitalfonde kun tænker på den korte bane og er ligeglade med selskabets fremtid på længere sigt.

Først om fremmest kan man diskutere, hvad definitionen af kortsigtet er. Kapitalfondes teoretiske holdetid ligger på tre til syv år før der frasælges. I den første undersøgelse var den praktiske holdetid i gennemsnit på 5,5 år. Sammenlignet med et familieejt selskab, der vil lade forretningen køre videre ledet af næste generation, så er kapitalfondes forventede holdetid kortsigtet. Jeg synes det er svært at sammenligne kapitalfondsejede og familieejede, fordi ejerne har helt forskellige formål. Sammenligner vi i stedet med børsnoterede selskaber tegner der sig et andet billede.

Den gennemsnitlige holdetid på aktier i C20-indekset er på otte-ti måneder, enkelte endda helt nede på fire måneder (Spliid, 2007). Dermed presses selskaberne i C20-indekset altså i endnu højere grad til at levere afkast på den korte bane. I værste fald kan det gå ud over de langsigtede investeringer, fordi det vil betyde et fald i aktiekursen på den korte bane og derfor ikke leve op til aktionærenes forventninger. En amerikansk senator, Mark Warner, sagde i sommeren 2016, at den gennemsnitlige holdetid på aktier er fire måneder. Udsagnet er blevet faktatjekket af PolitiFact.com og bedømt 'Mostly true' (PolitiFact, 2016). Forbes bakker op i en artikel fra januar 2011, hvor de skriver, at holdetiden er på tre-fire måneder mod 100 måneder (mere end otte år) i 1960 (Forbes, 2011).

Jeg synes, der er belæg for at konkludere, at børsnoterede selskaber presses i højere grad end tidligere til at levere på den korte bane. Dels på grund af den kortere holdetid, som beskrevet ovenfor, hvor selskaberne forventes at præstere og honorere aktionærene på meget kort tid. Og dels på grund af krav om kvartalsregnskab. Robert Spliid (2007) kalder det "kvartals-tyranniet", når selskabet forventes at indfri markedsforventningerne kvartalvis og levere afkast meget kortsigtet. Det kan vise sig at være til hinder for langsigtede investeringer og strategier, da det kan konflikte med kortsigtede mål. Det tvinger selskaberne til at tænke kortsigtet.

Ydermere skal man også se på, at kapitalfondes mål er at skabe værdi og opnå en højere salgpris end de selv betalte for selskabet. Det er yderst tvivlsomt, om kapitalfonden kan få en højere pris, hvis de ikke har udviklet selskabet til også at være rustet til fremtiden. En del af værdiskabelsen kommer jo i, at selskabet f.eks. har nye, spændende produkter i pipeline, på grund af investeringer i R&D, der forventes at generere en indtjening i fremtiden.

Jeg synes, at Jens Dueholm - bestyrelsesformand i flere kapitalfondsejede selskaber - siger det ganske godt:

"... hvis en kapitalfond køber en virksomhed for at udvikle den og tjene penge til sig selv og sine medinvestorer, lader det sig kun gøre at sælge den til en optimal pris, hvis der er et potentiale, der sikrer den nye ejer en værdiudvikling.

Kapitalfonden har altså to opgaver: at udvikle virksomheden i ejerperioden og samtidig skabe en platform for yderligere udvikling i et nyt ejerskab. Ellers får fonden ikke maksimeret sin fortjeneste." (Børsen, 2017)

Dermed synes jeg ikke, at Poul Nyrup Rasmussens påstand holder vand. På baggrund af ovenstående data, finder jeg det svært at konkludere, at kapitalfonde og kapitalfondsejede selskaber skulle tænke mere kortsigtede end børsnoterede selskaber. Tværtimod kan kapitalfondsejede selskaber vokse stille og roligt uden at have de samme kortsigtede forventninger hvilende på sig. Kapitalfonden er godt klar over, at investeringen ikke giver afkast med det samme, men det kræver lidt tålmodighed.

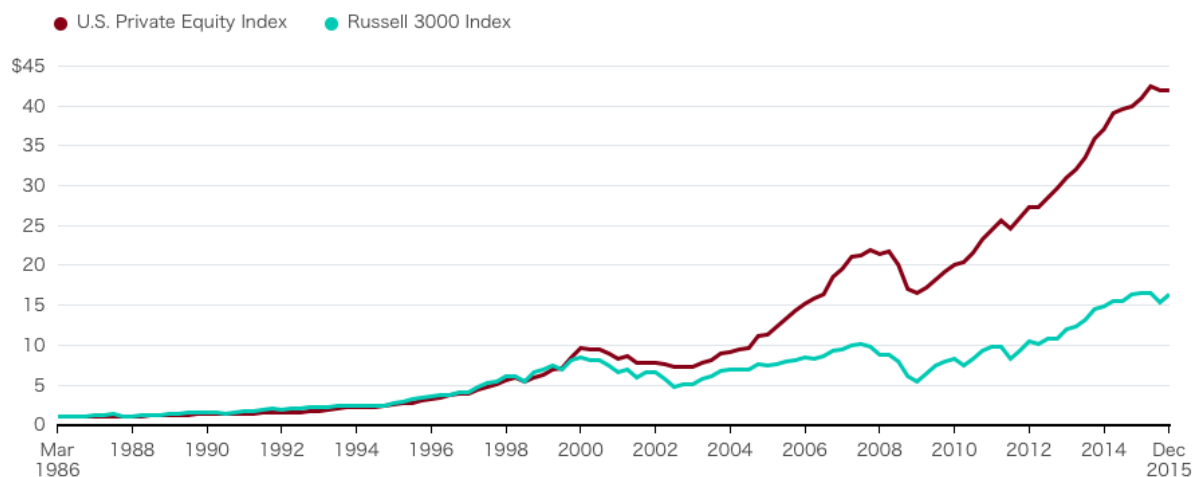
5.7 Performance

Er kapitalfonde overhovedet bedre til at skabe afkast end aktiemarkedene eller andre af investorenes muligheder for at investere? Poul Nyrup Rasmussen (2007) langer ud efter kapitalfondene for at underpræstere og justere deres afkast for at se bedre ud. Jeg er ikke overbevist af Poul Nyrup Rasmussens argumentation. Han opgør justeret og ikke-justeret afkast for hedge fonde fra 1994 til 2003. Han sammenligner afkast med en portefølje af 50% obligationer (Dow Jones Wilshire 5000-indekset) og 50% aktier (Lehman Aggregate-indekset). Han inddrager ikke private equity fondene og derfor mener jeg ikke, at hans kritik kan bruges i denne afhandling.

En artikel i Finans (2015) bakker dog op om, at de danske private equity fonde generelt ikke er i stand til at honorere investorerne med et tilfredsstillende afkast, der er bedre end investorenes andre investeringsmuligheder. Således er det kun seks ud af 19 fonde, der har leveret et tilfredsstillende afkast. Derimod er det de udenlandske fonde, der trækker det gennemsnitlige afkast op for Sampension, der er investor i flere fonde.

Ifølge en rapport fra Bain & Company (2017) er det dog ikke tilfældet. De redegør for, at afkastet over de forudgående 12 måneder før juni 2016 for amerikanske kapitalfonde endte på 6%. Til sammenligning endte afkastet for S&P500-indekset på 4%. For europæiske kapitalfonde var IRR på 10%, mens det europæiske aktieindeks MSCI Europe faldt 11%. Dykket på aktiemarkedene er kraftigt påvirket af Brexit, hvorfor det næppe er helt sammenligneligt.

Bloomberg (2016) dokumenterer, at private equity fonde særligt i det nye årtusinde har leveret væsentligt bedre afkast en Russell 3000-indekset. De viser forskellen i denne graf:



Figur 29 - Illustration: Bloomberg, 2016

Jeg synes ikke, jeg kan konkludere om kritikken er fair. Ovenstående argumenter for og mod kapitalfondenes performance giver et meget forskelligt billede. Forskellen i resultaterne kommer af, at der er afvigelser i, hvordan man sammenligner afkast. For mig ser det ud til, at man vælger de sammenligninger, der giver det resultat, man ønsker. Således kan Poul Nyrup Rasmussen konkludere, at afkastet fra hedge fonde er lavere end en portefølje af obligationer og aktier, mens Bloomberg kan konkludere, at private equity fonde genererer et væsentligt større afkast end Russell 3000-indekset. Derfor vil jeg undlade at konkludere på denne kritik.

5.8 Delkonklusion

Kapitalfonde benytter sig ganske rigtigt af en stor andel af gæld til at finansiere deres investeringer. Det er en måde at skabe værdi på, men kan også betyde et ekstra pres på selskabet. Jeg finder ikke belæg for, at medarbejdere skulle blive behandlet dårligere af kapitalfonde. Der er ligeledes jobvækst i selskaber ejet af kapitalfonde. Det er en myte, at kapitalfondene ikke betaler skat. Porteføljeselskaberne betaler selskabsskat og investorerne betaler skat af deres afkast. Kapitalfondene spekulerer i, hvordan de kan minimere skatten, f.eks. ved gearing, men det er ikke ulovligt.

Kapitalfondene og deres arbejdsmetoder er svære at gennemskue, men de arbejder sammen med DVCA på at informere mere om de samfundsgavnige ting ved kapitalfonde. Der er ikke hold i kritikken af, de skulle være kortsigtede. Data fra USA viser, at holdetiden på aktier i snit er på fire måneder. Altså væsentligt kortere tid end kapitalfondenes holdetid. Deres performance afhænger af, hvordan man sammenligner med andre investeringsmuligheder.

Kapitel 6 - Konklusion

Der er stor lighed mellem teori og praksis om kapitalfondes måder at udvikle selskaber og skabe værdi i deres investeringer. Kapitalfonde skaber værdi i deres investeringer gennem fem forskellige metoder. Operationelle forbedringer, konsolidering, løft af multiple, gearing og aktivt ejerskab. Den mest udbredte måde at skabe værdi er gennem operationelle forbedringer, hvor omsætningen hæves, EBITDA vokser, arbejdsgange effektiviseres, antal leverandører reduceres eller lignende. Det kan også være ekspansion i både ind- og udland. I 85% af de cases jeg undersøgte, var operationelle forbedringer anvendt til at skabe værdi. En undersøgelse fra The Boston Consulting Group viste, at i 48% af deres undersøgte cases var operationelle forbedringer den primære kilde til værdiskabelse. I praksis fortæller kapitalfondene ikke så meget om gearingen, men det er en stor, implicit del af deres måde at arbejde på. Undersøgelsen bekræftede, at porteføljeselskaber i gennemsnit har en væsentligt større gearing end privatejede og børsnoterede selskaber.

Det er dog buy-and-build-metoden, der kan skabe den største værdi, konkluderede The Boston Consulting Group i en anden undersøgelse. I to af mine mere dybdegående undersøgelser af cases var det løft af multiple, der bidrog mest til værdiskabelsen.

Alle selskaber, uanset ejerskabsform, har næsten de samme muligheder for at øge selskabets værdi. Der, hvor kapitalfondene for alvor skiller sig ud, er ved gearingen. Gældsfinansiering er en del af kapitalfondenes arbejdsmetoder og gearingen i deres porteføljeselskaber ofte meget høj. Min undersøgelse af 42 cases viste, at den gennemsnitlige gearing i kapitalfondsejede selskaber var 2,0 i første år efter overtagelsen. Til sammenligning var gearing i gennemsnit hhv. 0,4 og 0,8 i seneste årsregnskab for 15 C20-selskaber og 15 privatejede selskaber. Alle selskaber har mulighed for at stifte gæld, men kapitalfondene kan lave en slags selvfinansiering gennem debt-push-down. Det er ikke muligt for andre selskaber på grund af forbuddet mod selvfinansiering.

Overordnet set synes jeg ikke, kritikken af kapitalfonde er berettiget. Særligt at de skulle være kortsigtede er en myte, når man sammenligner deres holdetid med den gennemsnitlige holdetid på aktier. Jeg mener heller ikke at kunne bakke op om påstanden om, at de behandler deres medarbejdere dårligere. Tværtimod bidrager de til jobvækst. På trods af kritik om manglende skat, så bidrager kapitalfondene og deres porteføljeselskaber med store betalinger til statskassen. Kapitalfondene kan være svære at gennemskue, men de arbejder sammen med DVCA for mere åbenhed og information. Kapitalfondenes performance i forhold til børsnoterede selskaber afhænger af, hvordan man sammenligner dem.

Kapitel 7 - Diskussion

Konklusionen omkring kapitalfondenes fortrukne arbejdsmetoder kan måske virke at være draget på et tyndt grundlag. 60 cases med udgangspunkt i danske selskaber er næppe repræsentativt for alle kapitalfonde og deres investeringer verden over. Jeg synes dog, det er en glimrende indikation på, hvordan kapitalfondene skaber værdi i deres investeringer. Kapitalfondene bruger jo langt hen ad vejen de samme metoder uanset om de er i Danmark eller andre steder i verden. Deres metoder er nok kun påvirket af lokal lovgivning i de lande, de foretager deres investeringer. Undersøgelsen kunne give et bedre billede, hvis casene var studeret nærmere. Det ville give et mere præcist resultat, men omfanget ville også være noget større og måske tage plads fra de dybdegående analyser. Ydermere ville beregning af afkast give en god fornemmelse af kapitalfondenes præstationer. Det ville være interessant at se en samlet opgørelse over performance i casene. Det ville have gjort gennemgangen af teorien bedre, hvis jeg havde inddraget de omvendte beregninger i kapitalfondenes LBO'er. Desværre har der været mangel på litteratur, hvorfor dette er udeladt.

Overordnet tror jeg, at resultaterne i var blevet de samme uanset tilgang. Begge undersøgelser er objektive og baseret på pressemeddelelser og regnskaber. Første undersøgelses resultater bliver bekræftet i anden undersøgelse. Nemlig at kapitalfondene anvender de fleste metoder til værdiskabelse i samtlige af deres investeringer. Det virker til at være mere reglen end undtagelsen, at alle fem metoder anvendes. Det eneste, der for alvor varierer, er i hvor høj grad, de anvendes. Derfor tror jeg ikke, at en anden tilgang til undersøgelserne havde givet resultater, der væsentligt adskiller sig fra mine.

Der virker til at være mangel på data omkring forskellige selskabers brug af de forskellige metoder til at løfte deres værdi. Derfor er konklusionen omkring dette punkt lidt svag og baseret en del på mit eget indtryk. Resultat kunne være anerkendes, hvis diskussionen blev taget af en anden person. Min diskussion sker på baggrund af min research og er overvejende subjektiv.

Under udarbejdelsen af denne afhandling, er jeg stødt ind i meget kritik af kapitalfonde. På den ene side, synes jeg, kritikken er uberettiget. De er heldigvis ikke nær så onde, som de bliver gjort til, og der findes mange gode eksempler på kapitalfonde, der har gjort stort gavn for et selskab og for samfundet. Omvendt findes der et mindre antal eksempler, hvor kapitalfonde foretager sig nogle ting, der puster til ilden om, hvor ondsksfulde de er. Jeg anerkender kritikken om debt-push-down og selvfinansiering. Den er kontroversiel, men det er en måde at skabe værdi på. En værdi, der også er til glæde for samfundet. Det virker til, at debatten om kapitalfonde forvrænges og kritikere helt glemmer, hvem afkastet tilfalder. Jo, der sidder nogle partnere og tjener en stor gevinst. En gevinst de beskattes af. Men en stor del af afkastet går til danske pensionsopsparinger. Altså os alle sammen. Et forbedret resultat betyder også på sigt større skattebetalinger. Flere ansatte betyder større personskatter.

Jeg har forsøgt at holde en objektiv og neutral tilgang i diskussionen. Dog jeg nok mere pro kapitalfonde. Andre personer, med en anden tilgang, ville nok komme frem til lidt andre resultater end jeg gjorde. Jeg har forsøgt at drage konklusioner på baggrund af fakta.

Desværre er fakta nogle gange modstridende, hvilket betyder en subjektiv vurdering. Her bliver resultaterne måske lidt farvede af politiske overbevisninger. En anden person vil nok komme frem til andre konklusioner end mig. Robert Spliid og Poul Nyrup Rasmussen - forfatterne af to i denne afhandling meget anvendte bøger - er et glimrende eksempel. De har hver deres mening. Hvilken, der er mest korrekt, skal jeg ikke kunne sig. Jeg synes, det er en interessant debat, så længe den holdes objektiv og baseres på fakta.

Litteraturliste

AT Kearney (2007). Creating New Jobs and Value With Private Equity

Axial (2016). The Rise of Co-Investments, and Why LPs Want More. *Axial Forum*. Tilgået 7. maj 2017 fra <http://www.axial.net/forum/the-rise-of-co-investments-and-why-lps-want-more/>

Axcel (2012). Kapitalfonde, afkast og værdiskabelse

Axcel (2017). AXCElating Value Creation. *Axcel*. Tilgået 22. marts 2017 fra <http://www.axcel.dk/om-axcel/axcelerating/>

Bain & Company (2017). GLOBAL PRIVATE EQUITY REPORT 2017

Bennedsen et al. (2008). Private equity i Danmark

Berlingske Business (2006). TDCs gæld tynger hårdt. *Berlingske Media*. Tilgået 20. maj 2017 fra <http://www.business.dk/diverse/tdcs-gaeld-tynger-haardt>

Berlingske Business (2009). Kapitalfonde er gode arbejdsgivere. *Berlingske Media*. Tilgået 9. august 2017 fra <http://www.business.dk/karriere/kapitalfonde-er-gode-arbejdsgivere>

Berlingske Business (2010). Hvad skal Chr. Hansen på børsen? *Berlingske Media*. Tilgået 22. august 2017 fra <http://www.business.dk/ledelse/hvad-skal-chr.-hansen-paa-boersen>

Berlingske Business (2011). Pfizer køber Ferrosan. *Berlingske Media*. Tilgået 31. maj 2017 fra <http://www.business.dk/medico/pfizer-koeber-ferrosan>

Berlingske Business (2011). Pandora-flop får følger for dansk børsmarked. *Berlingske Media*. Tilgået 7. maj 2017 fra <http://www.business.dk/detailhandel/pandora-flop-faar-foelger-for-dansk-boersmarked>

Berlingske Business (2012). Kapitalfonde sælger ud af TDC-aktier. *Berlingske Media*. Tilgået 13. juni 2017 fra <http://www.business.dk/digital/kapitalfonde-saelger-ud-af-tdc-aktier>

Berlingske Business (2013). TDC: Kapitalfonde har efterladt os stærkere. *Berlingske Media*. Tilgået 9. juli 2017 fra <http://www.business.dk/digital/tdc-kapitalfonde-har-efterladt-os-staerkere>

Berlingske Business (2014). Axcel har tjent 20 mia. kr. på Pandora. *Berlingske Media*. Tilgået 7. maj 2017 fra <http://www.business.dk/investor/axcel-har-tjent-20-mia.-kr.-paa-pandora>

Berlingske Business (2014). Investorer kræver børsrabat fra kapitalfonde efter OW Bunkerkrak. *Berlingske Media*. Tilgået 28. maj 2017 fra

<http://www.business.dk/transport/investorer-kraever-boersrabat-fra-kapitalfonde-efter-ow-bunker-krak>

Berlingske Business (2015). BabySam får ny direktør. *Berlingske Media*. Tilgået 12. marts 2017 fra <http://www.business.dk/detailhandel/babysam-faar-ny-direktoer>

Berlingske Business (2015). Ny kapitalfond i stort dansk opkøb. *Berlingske Media*. Tilgået 6. august 2017 fra <http://www.business.dk/industri/ny-kapitalfond-i-stort-dansk-opkoeb>

Bloomberg (2016). Private Equity's Diminishing Returns. *Bloomberg*. Tilgået 25. juli 2017 fra <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-05-11/private-equity-has-diminishing-returns>

Brauer, Prof. Dr. oec. Mathias (2016) Leveraged Buyouts

BVCA (2007). The Economic Impact of Private Equity in the UK

Børsen (2010). Kapitalfond køber sig ind i autolak. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 7. juni 2017 fra http://penge.borsen.dk/artikel/1/192429/kapitalfond_koeber_sig_ind_i_autolak.html

Børsen (2012). Dako solgt i milliardhandel. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 11. juni 2017 fra <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/23812/artikel.html>

Børsen (2015). Kapitalfond rejser trecifret millionbeløb og skifter navn. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 4. juni 2017 fra http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/316067/kapitalfond_rejser_trecifret_milli_onbeloeb_og_skifter_navn.html

Børsen (2016). Medie: 9 mio. dollar fra Altor kunne have reddet OW Bunker. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 12. august 2017 fra http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/332773/medie_9_mio_dollar_fra_altor_k_unne_have_reddet_ow_bunker.html

Børsen (2016). Mols-Linien får lov til at blive afnoteret. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 28. maj 2017 fra http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/329761/mols-linien_faar_lov_til_at_blive_afnoteret.html

Børsen (2017). Fynsk møbelfirma angriber amerikansk kæmpemarked. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 31. maj 2017 fra <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/171025/artikel.html?hl=YToyOntpOjA7czoxMTToiS2FwaXRhbGZvbmQiO2k6MTtzOjExOjRyYXBpdGFsZm9uZCI7fQ,,>

Børsen (2017). Kapitalfond køber Lagkagehuset i storhandel. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 13. August 2017 fra

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/347500/milliardbeloeb_lagt_paa_disken_nu_er_lagkagehuset_solgt.html

Børsen (2017). Kom med ned i kapital-fondenes maskinrum. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 2. juli 2017 fra <http://borsen.dk/nyheder/executive/artikel/11/172805/artikel.html>

Børsen (2017). Ny hedgefond satser på Pandora-dyk: "De mener, den skal længere ned". *Dagbladet Børsen*. Tilgået 31. maj 2017 fra http://penge.borsen.dk/artikel/1/345980/ny_hedgefond_satser_paa_pandora-dyk_de_mener_den_skal_laengere_ned.html?hl=YToxOntpOjA7czo3OiJQYW5kb3JhIjt9

Børsen (2017). Udlændinge kaster købelystne blikke mod Nets. *Dagbladet Børsen*. Tilgået 2. juli 2017 fra http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/347603/udlaendinge_kaster_koebelystne_blikke_mod_nets.html

Capidea (2017). Investors. *Capidea*. Tilgået 7. marts 2017 fra <http://www.capidea.dk/#investors>

Capidea (2017). Om Capidea. *Capidea*. Tilgået 17. august 2017 fra <http://www.capidea.dk>

CataCap (2015). CataCap køber Pitzner Materiel og GSV Materieludlejning. *CataCap*. Tilgået 8. juli 2017 fra <http://catacap.dk/catacap-skaber-danmarks-storste-materieludlejer-ved-kob-af-pitzner-materiel-og-gsv-materieludlejning/>

CataCap (2017). Forretningsmodel. *CataCap*. Tilgået 8. juni fra <http://catacap.dk/saadan-arbejder-v/>

Cognient Advisors (2016). INDUSTRY VALUATION MULTIPLES MARCH 2016

Computerworld (2008) Nyrup: Kapitalfonde vil fyre KMD-ansatte. *Computerworld*. Tilgået 25. juni 2017 fra <https://www.computerworld.dk/art/47304/nyrup-kapitalfonde-vil-fyre-kmd-ansatte#Q2EuQ4Aie5LUQLOP.99>

Corporate LiveWire (2012). The History Of Private Equity & Venture Capital. *Corporate LiveWire*. Tilgået 26. august 2017 fra <http://www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital>

Cumming, D (2010) Private Equity - Fund types, risks and returns, and regulation. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Dansk Generationsskifte (2017). Forretningsplan. *Dansk Generationsskifte A/S*. Tilgået 2. juni 2017 fra <https://danskgenerationsskifte.dk/forretningsplan/>

Danske Private Equity (2017). About us. *Danske Private Equity A/S*. Tilgået 9. marts 2017 fra <https://www.danskebank.com/en-uk/DPE/about-us/Pages/About-us.aspx>

DealBook (2012). Agilent to Buy Dako for \$2.2 Billion. *The New York Times Company*. Tilgået 11. juni 2017 fra https://dealbook.nytimes.com/2012/05/17/agilent-technologies-to-buy-dako-for-2-2-billion/?_r=0

Demaria, C. (2010) Introduction to Private Equity. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.

DenOffentlige (2015). Opgør med 5 myter om kapitalfonde. *DenOffentlige.dk*. Tilgået 9. august 2017 fra <http://denoffentlige.dk/opgoer-med-5-myter-om-kapitalfonde>

Djøf Bladet (2009). Den røde skattetrold. *Djøf*. Tilgået 9. juli 2017 fra <http://www.djoefbladet.dk/blad/2009/13/den-r-oe-de-skattetrold.aspx>

DR (2014). Enhedslisten: Nets er solgt til den værst tænkelige køber. *Danmarks Radio*. Tilgået 21. maj 2017 fra <http://www.dr.dk/nyheder/politik/enhedslisten-nets-er-solgt-til-den-vaerst-taenkelige-koerber>

DR (2015). OW Bunker-dokument afslører: Risikable spekulationer blev bevidst skjult. *Danmarks Radio*. Tilgået 5. september 2017 fra <https://www.dr.dk/nyheder/penge/ow-bunker-dokument-afsloerer-risikable-spekulationer-blev-bevidst-skjult>

DR (2017). Skat: Kapitalfonden bag OW Bunker misbrugte skattelovgivning. *Danmarks Radio*. Tilgået 12. august 2017 fra <https://www.dr.dk/nyheder/penge/skat-kapitalfonden-bag-ow-bunker-misbrugte-skattelovgivning>

DVCA (2015). Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde. København K: *Danish Venture Capital Association*.

DVCA (2017) Kapitalfonde i 2016/17

DVCA (2017) Mere åbenhed i kapitalfonde. *Danish Venture Capital Association*. Tilgået 11. marts 2017 fra http://dvca.dk/mere_aabenhed_i_kapitalfonde/

DVCA (2017). Om business angels. *Danish Venture Capital Association*. Tilgået 31. marts 2017 fra <http://dvca.dk/om-business-angels-2/>

DVCA (2017). Om kapitalfonde. *Danish Venture Capital Association*. Tilgået 4. april 2017 fra <http://dvca.dk/om-kapitalfonde/>

DVCA (2017). Om venturefonde. *Danish Venture Capital Association*. Tilgået 7. marts 2017 fra <http://dvca.dk/om-venturefonde-2/>

Ejendomswatch (2017). Kapitalfond gør klar til at sælge Babysam-kæden. *Ejendomswatch*. Tilgået 12. marts 2017 fra <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/article9394534.ece>

Energiwatch (2017). OW Bunkers ledelse tog afstand fra Altors skattefinte. *Energiwatch*. Tilgået 12. august 2017 http://energiwatch.dk/Energinyt/Olie___Gas/article9538330.ece

EQT (2007). EQT to acquire Dako. *EQT Partners*. Tilgået 11. juni 2017 fra <https://www.eqt.se/news/Press-Releases/2007/EQT-to-acquire-Dako/>

EQT (2017). EQT Infrastructure I. *EQT Partners*. Tilgået 11. marts 2017 fra <https://www.eqt.se/Funds/Active-Funds/EQT-Infrastructure-I/>

EQT (2017). EQT Opportunity. *EQT Partners*. Tilgået 4. juni 2017 fra <http://www.eqt.se/Funds/Active-Funds/EQT-Opportunity/>

EQT (2017). Responsible investment. *EQT Partners*. Tilgået 23. august 2017 fra <http://www.eqt.se/Responsible-Investment/Responsible-Investment-Policy>

EY (2017) What's the best exit strategy for disrupted markets? Private equity - Global Divestment Study 2017

Financial Times (2005). TDC agrees to €10.2bn leveraged buy-out. *The Financial Times*. Tilgået 21. maj 2017 fra <https://www.ft.com/content/03d10f68-617b-11da-8470-0000779e2340>

Finans (2007). TDC sparer 1 mia. kr. i skat. *Jyllands Posten*. Tilgået 9. juli 2017 fra <http://finans.dk/artikel/ECE3999879/TDC-sparer-1-mia.-kr.-i-skat/?ctxref=ext>

Finans (2012). Kapitalfonde forgyldes af TDC-køb. *Jyllands Posten*. Tilgået 16. juli 2017 fra <http://finans.dk/artikel/ECE4941224/Kapitalfonde-forgyldes-af-TDC-køb-/?ctxref=ext>

Finans (2015). Danske kapitalfonde flopper. *Jyllands Posten*. Tilgået 25. juli 2017 fra <http://finans.dk/finans/erhverv/ECE7592501/Danske-kapitalfonde-flopper/?ctxref=ext>

Finans (2016). Jysk autolak-konge har solgt sit livsværk. *Jyllands Posten*. Tilgået 7. juni 2017 fra <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8691085/jysk-autolakkonge-har-solgt-sit-livsvaerk/?ctxref=ext>

Finans (2016). Kapitalfond sluger tre danske it-firmaer i én mundfuld: Bliver tre gange større end nr. to. *Jyllands Posten*. Tilgået 19. maj 2017 fra <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8805559/kapitalfond-sluger-tre-danske-itfirmaer-i-en-mundfuld-bliver-tre-gange-stoerre-end-nr-to/?ctxref=ext>

Finans (2016). PKA hælder nye penge i skandaliseret dækfirma. *Jyllands Posten*. Tilgået 5. september fra <http://finans.dk/finans/erhverv/ECE8440737/pka-haelder-nye-penge-i-skandaliseret-daekfirma/?ctxref=ext>

Finans (2017). Knap tre gange pengene igen: Danske business angels lavede masser af succesfulde exits sidste år. *Jyllands Posten*. Tilgået 19. maj 2017 fra <http://finans.dk/erhverv/ECE9584648/knap-tre-gange-pengene-igen-danske-business-angels-lavede-masser-af-succesfulde-exits-sidste-aar/>

Forbes (2011). Stock Market Becomes Short Attention Span Theater Of Trading. *Forbes Media LLC*. Tilgået 28. marts 2017 fra <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2011/01/21/stock-market-becomes-short-attention-span-theater-of-trading/#3d1f3c09703e>

FSN Capital (2017). FSN Capital IV. *FSN Capital*. Tilgået 23. marts 2017 fra http://www.fsncapital.com/index.php/funds/view/fsn_capital_iv

FSN Capital (2017). Lagkagehuset. *FSN Capital*. Tilgået 2. maj 2017 fra <http://www.fsncapital.com/index.php/investments/company/lagkagehuset>

HVCA (2017). Exit Routes in Private Equity Transactions. *Hungarian Private Equity and Venture Capital Association*. Tilgået 7. maj 2017 fra <http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/exit-routes-in-private-equity.-transactions/>

HVCA (2017). The Development of Private Equity and Venture Capital. *Hungarian Private Equity and Venture Association*. Tilgået 26. august 2017 fra <http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>

Information (2009). Finanskrisen blev forstærket af kapitalfondenes grådighed. *Dagbladet Information*. Tilgået 27. maj 2017 fra <https://www.information.dk/indland/2009/03/finanskrise-forstaerket-kapitalfondenes-graadighed>

Invest Europe (2016). Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015

Investeringsbloggen (2017). Hvad er en hedgefond? *Investeringsbloggen*. Tilgået 7. marts 2017 fra <http://investeringsbloggen.dk/hvad-er-en-hedgefond/>

Investopedia (2017). Management Buyout - MBO. *Investopedia*. Tilgået 6. april 2017 fra <http://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp>

Jacobs Capital (2017). Does Size Really Matter - Valuation Multiples. *Jacobs Capital*. Tilgået 22. juli 2017 fra <http://www.jacobscapital.net/does-size-really-matter---valuation-multiples.html>

Magill, Michael et al. (2013) A Critique of Shareholder Value Maximization

Maj Invest (2017). VÆRDISKABELSE. *Maj Invest Equity A/S*. Tilgået 8. juni 2017 fra: <https://majinvest.com/private-equity/vaerdiskabelse/>

Mandag morgen (2015). Kapitalfonde tjente 70 pct. på TDC-investering. *Ugebrevet Mandag Morgen*. Tilgået 16. juli 2017 fra <https://www.mm.dk/kapitalfonde-tjente-70-pct-tdc-investering/>

Marketwired (2008). Dako acquires Norwegian instrument company. *Markedwired*. Tilgået 8. August 2017 fra <http://www.marketwired.com/press-release/dako-acquires-norwegian-instrument-company-cse-dako-895433.htm>

McKinsey (2005). Why some private equity firms do better than others. *McKinsey & Company*. Tilgået 20. maj 2017 fra <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-some-private-equity-firms-do-better-than-others>

McKinsey (2015). A better way to understand internal rate of return. *McKinsey & Company*. Tilgået 28. maj 2017 fra <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-better-way-to-understand-internal-rate-of-return>

Modigliani & Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48 (3): 261–297

Modigliani & Miller (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*. 53 (3): 433–443.

Nyrup Rasmussen, P. (2007) I grådighedens tid - Kapitalfonde og kasinoøkonomi. København: Informations Forlag

Pitchbook (2015) PE DEAL MULTIPLES + TRENDS REPORT 2Q 2015

Pitchbook (2017) Global PE Deal Multiples Report

PolitiFact (2016). Mark Warner says average holding time for stocks has fallen to four months. *PolitiFact*. Tilgået 28. marts 2017 fra <http://www.politifact.com/virginia/statements/2016/jul/06/mark-warner/mark-warner-says-average-holding-time-stocks-has-f/>

Politiken (2014). Ny rapport kortlægger familieejede virksomheders store betydning. *Politiken*. Tilgået 22. juli 2017 fra <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/art5506465/Ny-rapport-kortlægger-familieejede-virksomheders-store-betydning>

Preqin (2017) Preqin for PE backed exits by exit type

Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press

S&P LCD (2017) S&P LCD for European purchase and debt multiples

SKAT (2017). C.D.2.4.4.2.1 Beskæring af fradrag for finansieringsudgifter - SEL § 11 B, stk. 1. *SKAT*. Tilgået 6. juli 2017 fra <http://www.skat.dk/skat.aspx?oID=2049663&chk=214126>

Spliid, R. (2007) *Kapitalfonde - Rå pengemagt eller aktivt ejerskab*. København: Børsens Forlag

Spliid, R. (2014) *Kapitalfondenes metoder og kompetencer*. Frederiksberg: Copenhagen Business School

Stowell, D. (2013) *Investment banks, hedge funds, and private equity*. Oxford: Academic Press

TDC ÅRSRAPPORT 2006

The Boston Consulting Group (2016). Buy and Build Takes Private Equity Value Creation to the Next Level. *The Boston Consulting Group*. Tilgået 17. maj 2017 fra <https://www.bcg.com/d/press/19february2016-power-of-buy-and-build-fueling-next-level-value-creation-24873>

The Boston Consulting Group (2016). How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation. *The Boston Consulting Group*. Tilgået 14. juni 2017 fra <https://www.bcgperspectives.com/content/articles/private-equity-power-of-buy-build/?chapter=2#chapter2>

Ugebrevet A4 (2007). Kapitalfonde lægger pres på de ansatte. *Ugebrevet A4*. Tilgået 16. juli 2017 fra http://www.ugebreveta4.dk/kapitalfonde-laegger-pres-paa-de-ansatte_18182.aspx

Økonomisk Ugebrev (2016). Så blev Polaris' plan for Mols-Linien afsløret. *Økonomisk Ugebrev*. Tilgået 4. juni 2017 fra <https://ugebrev.dk/finans/saa-polaris-plan-mols-linien-afsloeret/>

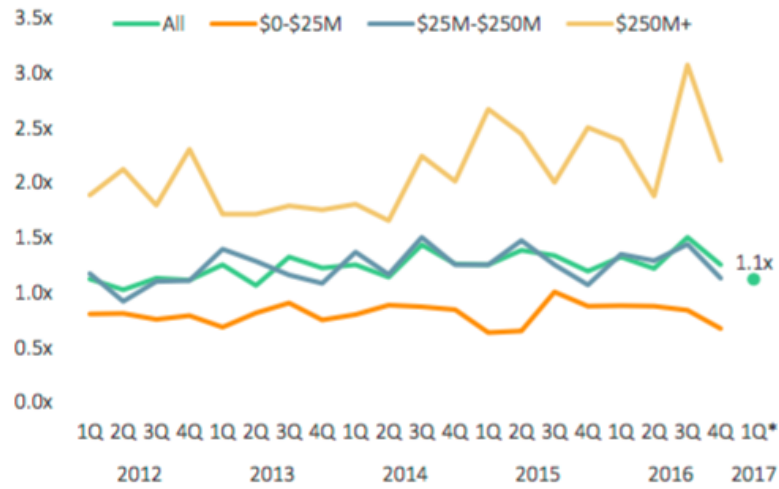
Bilag

Bilag 1

SECTOR VALUATIONS – As of MARCH 31, 2016										
Economic Statistics										
3/31/2016										
Industry	# of Companies	Median EV / LTM		Median Equity Multiples			LTM ROE	Net Debt/ LTM EBITDA	Aggregate Cash/Mkt Cap	LTM
		Revenue	EBITDA	LTM P/E	Cash-Free	Fwd P/E				
Materials	207	1.45x	9.7x	21.3x	20.3x	17.8x	1.8x	13.3%	2.3x	6.9%
Chemicals	90	1.57x	10.4x	21.7x	20.6x	15.5x	1.7x	14.8%	2.2x	6.5%
Construction Materials	17	2.11x	12.3x	31.0x	28.8x	21.2x	1.2x	7.4%	1.8x	2.2%
Containers & Packaging	19	1.36x	9.6x	21.2x	20.7x	18.3x	1.7x	20.0%	2.8x	4.9%
Metals & Mining	65	1.23x	9.7x	19.6x	17.6x	25.0x	3.0x	5.7%	2.3x	10.4%
Paper & Forest Products	14	1.29x	8.6x	16.3x	16.2x	12.6x	2.4x	11.3%	2.6x	7.1%
Energy	331	2.88x	8.6x	13.1x	12.0x	15.8x	2.0x	11.3%	3.6x	6.6%
Oil & Gas Drilling, Equipment, Services	61	1.40x	7.1x	21.2x	16.8x	24.6x	3.3x	5.7%	2.0x	18.6%
Coal	21	1.51x	6.0x	5.5x	5.3x	6.0x	NM	30.2%	3.3x	25.2%
Integrated Oil & Gas	9	3.06x	12.3x	30.3x	29.0x	35.8x	7.2x	6.1%	1.8x	3.8%
Exploration & Production	136	5.12x	8.2x	7.6x	7.4x	17.4x	1.5x	19.0%	3.7x	6.0%
Refining & Marketing	31	0.55x	6.3x	11.2x	8.8x	11.8x	1.4x	18.4%	0.9x	10.6%
Storage & Transportation	73	4.47x	12.8x	17.6x	17.1x	16.0x	2.1x	10.8%	5.2x	2.3%
Industrials	524	1.21x	9.9x	19.3x	17.7x	17.4x	1.5x	13.4%	1.5x	6.9%
Aerospace and Defense	57	1.27x	10.7x	17.1x	16.3x	16.3x	1.6x	14.4%	1.9x	8.9%
Building Products	26	1.24x	11.3x	28.7x	24.7x	20.1x	1.4x	13.0%	1.6x	8.1%
Construction and Engineering	32	0.50x	9.0x	19.1x	16.6x	15.5x	1.3x	11.9%	0.9x	15.8%
Electrical Equipment	64	1.05x	10.4x	20.1x	18.1x	18.9x	1.5x	10.9%	0.6x	8.2%
Industrial Conglomerates	9	1.79x	11.3x	21.3x	20.4x	19.4x	1.7x	13.3%	0.7x	3.6%
Machinery	117	1.16x	10.0x	19.7x	17.5x	18.6x	1.6x	12.9%	1.3x	7.6%
Trading Companies and Distributors	28	1.39x	9.9x	17.0x	16.1x	16.6x	1.6x	12.3%	4.4x	3.4%
Commercial & Professional Services	112	1.15x	9.6x	22.1x	19.7x	17.6x	1.3x	12.6%	1.5x	5.0%
Transportation	79	1.74x	7.6x	14.7x	13.0x	13.9x	1.4x	15.3%	1.8x	7.1%
Consumer Discretionary	587	1.18x	9.9x	19.3x	17.4x	17.1x	1.4x	14.4%	1.2x	7.1%
Automobiles and Components	41	0.70x	7.9x	14.6x	13.6x	12.9x	1.0x	17.8%	0.5x	24.2%
Consumer Durables and Apparel	128	1.04x	10.9x	18.5x	17.0x	15.5x	1.2x	13.2%	0.8x	6.4%
Consumer Services	155	1.72x	10.4x	24.7x	22.5x	20.5x	1.5x	13.8%	1.6x	6.9%
Media	97	2.25x	10.0x	19.3x	18.1x	18.4x	2.1x	15.1%	2.8x	4.6%
Retailing	166	0.65x	9.2x	18.4x	16.0x	17.1x	1.4x	16.0%	0.4x	5.6%
Consumer Staples	163	1.25x	11.9x	25.4x	23.2x	21.9x	2.3x	15.0%	1.6x	4.8%
Beverages	24	2.31x	14.2x	27.8x	25.3x	23.9x	2.4x	22.2%	1.7x	7.7%
Food and Staples Retailing	34	0.46x	9.7x	21.0x	19.4x	19.8x	1.7x	13.9%	1.5x	3.8%
Food Products	68	1.49x	12.6x	26.0x	25.4x	20.9x	2.1x	12.3%	2.0x	4.1%
Household Products	12	2.60x	13.3x	27.9x	27.6x	22.4x	2.9x	14.9%	1.3x	4.7%
Personal Products	25	1.79x	9.1x	18.6x	15.1x	21.9x	2.2x	16.7%	-0.2x	7.8%
Tobacco	7	4.86x	14.4x	22.2x	21.7x	22.0x	2.5x	28.6%	1.9x	2.6%
Healthcare	547	3.16x	14.5x	27.4x	25.2x	20.2x	1.5x	13.3%	0.5x	10.3%
Biotechnology	195	9.23x	18.0x	25.4x	19.0x	20.3x	1.3x	25.7%	-1.2x	13.7%
Health Care Technology	18	2.50x	20.0x	34.0x	32.3x	22.7x	1.7x	9.7%	-0.9x	4.9%
Healthcare Equipment and Supplies	130	3.15x	16.2x	36.0x	33.1x	23.7x	1.7x	10.7%	-0.3x	10.3%
Healthcare Providers and Services	90	1.15x	10.8x	21.4x	19.3x	16.8x	1.3x	14.3%	2.2x	10.6%
Life Sciences Tools and Services	41	3.07x	15.7x	27.6x	25.2x	21.4x	1.9x	13.9%	0.9x	6.4%
Pharmaceuticals	73	4.22x	14.5x	31.7x	30.0x	15.4x	1.2x	12.6%	0.9x	9.1%
Information Technology	575	1.49x	12.4x	25.8x	21.9x	19.2x	1.5x	10.8%	-0.5x	13.4%
Communications Equipment	83	1.13x	10.3x	26.5x	18.2x	16.7x	1.4x	5.7%	-1.6x	29.8%
Computers and Peripherals	50	0.87x	10.2x	25.1x	21.6x	14.5x	1.2x	8.3%	-0.6x	9.5%
Electronic Equipment, Instruments and Compar	124	0.93x	9.8x	21.4x	17.6x	16.1x	1.3x	9.7%	-0.5x	14.8%
Internet Software and Services	124	1.89x	16.0x	34.0x	29.5x	27.5x	1.5x	8.9%	-1.6x	12.4%
IT Services	84	1.81x	13.5x	25.2x	23.5x	19.4x	1.5x	16.6%	0.7x	7.7%
Office Electronics	2	1.42x	11.5x	22.8x	20.0x	10.8x	1.1x	5.9%	4.4x	10.5%
Software	108	2.81x	16.9x	29.0x	26.1x	21.3x	1.7x	12.3%	-1.2x	17.7%
Telecommunications	52	2.15x	7.8x	18.9x	17.4x	26.9x	2.7x	9.0%	2.8x	3.7%
Broadband Telecommunications Services	8	3.26x	12.1x	29.9x	19.7x	45.6x	2.1x	11.4%	3.2x	6.4%
Integrated Telecommunication Services	26	2.09x	6.7x	18.9x	17.4x	17.9x	2.7x	8.9%	2.3x	3.0%
Satellite Communication Services	1	4.58x	8.9x	NM	NM	9.0x	0.8x	0.6%	5.3x	51.8%
Wireless Telecommunication Services	17	1.81x	8.1x	16.1x	13.1x	57.2x	8.1x	12.2%	3.5x	6.0%
Real Estate	222	11.40x	19.7x	29.1x	27.3x	31.9x	5.9x	7.6%	6.6x	3.1%
Real Estate Investment Trusts (REITs)	188	11.81x	19.6x	29.1x	27.4x	32.4x	6.4x	7.7%	6.5x	2.7%
Real Estate Management and Development	34	7.58x	25.4x	30.7x	25.3x	16.4x	1.5x	5.3%	8.9x	10.6%
Utilities	115	3.26x	10.8x	22.5x	22.0x	19.6x	3.5x	9.3%	3.8x	6.0%
Electric Utilities	41	3.25x	10.3x	20.8x	19.6x	18.3x	3.6x	9.0%	3.6x	6.8%
Gas Utilities	23	2.79x	11.4x	23.2x	23.1x	20.9x	3.4x	9.8%	3.6x	1.4%
Independent Power Producers	13	3.65x	10.5x	25.3x	20.3x	17.8x	1.1x	7.3%	5.7x	12.1%
Multi-Utilities	24	3.31x	11.5x	21.6x	21.5x	19.6x	3.5x	9.3%	4.3x	3.8%
Water Utilities	14	5.12x	11.5x	25.2x	25.0x	23.5x	3.6x	9.8%	3.4x	2.1%
Non-financial Universe (Major U.S. Exchanges)	3323	1.81x	11.1x	21.9x	20.0x	18.6x	1.6x	11.9%	1.8x	8.3%
Industry	# of Companies	Median EV / LTM		Median Equity Multiples			LTM	ROE		
		Revenue	EBITDA	LTM P/E	P/B	Fwd P/E			PEG	
Financials	1307	8.96x	12.5x	17.1x	1.00x	13.7x	1.4x	6.8%		
Banks	459	NM	NM	15.4x	1.14x	14.0x	1.4x	8.3%		
Asset Management and Custody Banks	653	NM	NM	21.4x	0.94x	11.4x	1.4x	4.3%		
Investment Banking and Brokerage	28	NM	NM	14.8x	1.25x	14.2x	0.9x	9.6%		
Consumer Finance	21	2.70x	9.7x	10.4x	0.95x	10.2x	2.1x	14.4%		
Diversified Financial Services	33	5.13x	13.3x	21.9x	1.03x	17.5x	1.5x	7.9%		
Insurance	114	NM	NM	13.6x	1.19x	12.9x	1.5x	9.7%		
U.S. Major Exchange Universe	4630	2.00x	11.2x	20.0x	1.57x	17.3x	1.6x	9.8%		

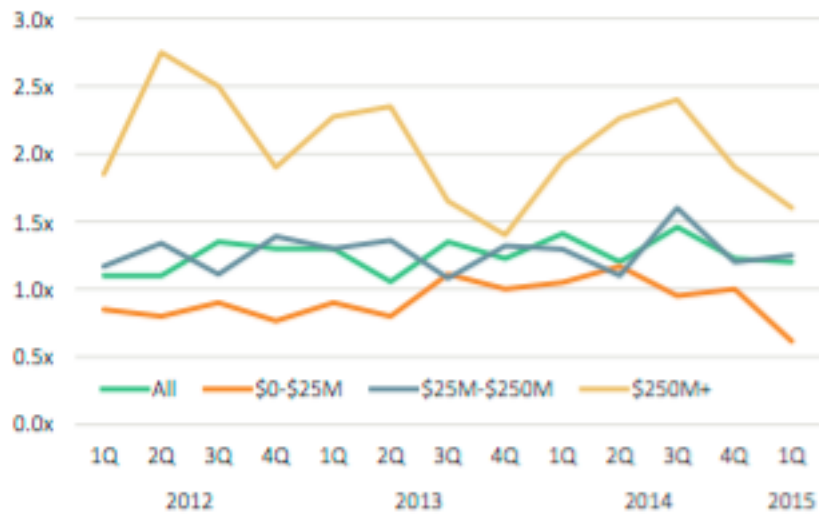
Bilag 2

Median revenue multiples by transaction size bucket



Source: PitchBook
 *As of 2/28/2017. Note: we excluded revenue multiples broken out by size buckets in 1Q 2017 as sample sizes were insufficiently robust.

Median EV/Revenue Multiple by Enterprise Value



Bilag 3 - Data til undersøgelse 1

Målselskab	Fond	Køb, år	Salg, år	Salgs-metode	Værdiskabende faktorer	Gearing	NRBG	EK
Pandora	Axcel	2008	2014	IPO	Operationelt , ny professionel ledelse, opkøb af distributører , ledende medarbejder med ejerandel			
Netcompany	Axcel	2006	2011	Salg til ledelsen, MBO	Stiftere og ledende medarbejder fortsat med ejerandel	4,6	100280	21950
Royal Copenhagen	Axcel	2001	2012	Industrisalg	Operationelt , turn-around,			
Huscompagniet	Axcel	2010	2011	Secondary buyout	Konsolidering af to selskaber, operationelt			
Huscompagniet	FSN	2011	2015	Secondary buyout	Operationelt , international ekspansion,	0,7	395151	588141
Huscompagniet	EQT	2015		Ikke exit	Strategi for opkøb, styrket salg i udlandet og ny business development	0,7	949983	1451313
Lagkagehuset	FSN	2008	2017	Secondary buyout	Prof. ledelse, operationelt , effektivisering, ekspansion nationalt og internationalt, folk i bestyrelsen,	0,5	91575	171636
Bodilsen	EQT	2006	2009	Konkurs	Turnaround, indsat folk i bestyrelsen			

BTX Group	EQT	2005	2013	Secondary buyout	Ny ledelse, nyt brand, operationelt , løst kapital, overtagelse af agent	0,9	467354	527063
Cimbria	EQT	2007	2012	Secondary buyout	Operationelt , ny strategi, omkostnings reducere, oprindelige ejere beholder aktiepost og stillinger, opdele i tre divisioner	1,0	221637145	228426814
Contex	EQT	1999	2007	Industrisalg	Opkøb, ledelsens medejerskab			
Dako	EQT	2007	2012	Industrisalg	Øget R&D, ny ledelse og bestyrelse, ekspansion til nye markeder, frasalg for at fokusere på kerneforretning	1,1		
International Health Insurance	EQT	2001	2005	Industrisalg	Fokus på kerneforretning, udvide produktportefølje, nye og flere salgsmanage-re	1,9	431409	231348
ISS	EQT	2005	2015	IPO	Ny startegi, afnotering, mere fokus på nye markeder	3,4	22741	6774
KMD	EQT	2009	2012	Secondary buyout	Operationelt effektiviserin-ger, omkostnings reducere, styrket ledelse, restruktureri-ng, investeringe	0,8	833,6	1037,8

					r i ny software			
NORD	EQT	2010	2015	Industrisalg	Fra kommuneej et til kommerciel med klar strategi, operationelle forbedringer, konsolidering, geografisk ekspansion	0,4	111608	250642
Nordic Info Group	EQT	1999	2003	Industrisalg	Operationel, rekonstruktion, nye produkter, konsolidering/buy-and-build			
Skykon	EQT	2009	2010	Konkurs				
Flying Tiger	EQT	2013		Ikke exit	Egne folk i bestyrelsen, styrket ledelsen, ekspansion nationalt og internationalt, styrket operationelle processer	13,7	185,4	13,5
HAMLET PROTEIN	Polaris	2007	2015	Secondary buyout	Stifter med ejerandel, generationskifte, investeringer, ekspansion internationalt, ny stærk ledelse,	1,6	112483	70351

Babysam	Polaris	2008		Ikke exit	Tidligere butiksejere med ejerandel, færre og større samarbejdspartnere, ny CEO	0,8	310861659	373559030
Logstor	Axcel + Polaris	1999	2006	Secondary buyout	Konsolidering, turnaround, rekonstruktion, nyt internationalt brand, ny direktør			
Dansommer	Polaris	2000	2002	Industrisalg	Konsolidering, generationsskifte	2,1	212442	102254
GSV Materialeudlejning	Catapult	2015		Ikke exit	Buy-and-build, ledelsen med ejerandel, indsat egen bestyrelsesformand,	1,2	226788	182679
MobyLife	Catapult	2014		Ikke exit	Buy-and-build, skabt en stor skandinavisk koncern,	1,8	51144718	27887052
Handicap-Befordring	Catapult	2014		Ikke exit	Konsolidering, stiftere og ledelse beholder stor ejerandel, egne folk i bestyrelsen	1,1	82764	73572
Inspiration	Capidea	2008	2012	Industrisalg	Åbnet flere butikker, egne folk i bestyrelsen, butiksejer med ejerandel,	2,2		
Klokkerholm Karosserideler	Capidea	2011	2016	Industrisalg	Ledelsen med ejerandel,	2,2	83366401	37877653

KP	Capidea	2007	2014	Secondary buyout	Operationelt, ledelse med ejerandel			
Union	Capidea	2010	2017	Industrisalg	Ledelsen med ejerandel,	0,9	66314	71135
Aalborg Industries	Axcel	2000	2005	Secondary buyout	Generations skifte, operationelt, produktudvikling, fokusering	0,7	205419	295943
Aalborg Industries	Altor + Maj Invest	2005	2011	Industrisalg	Operationelt, opkøb, partnership med ledelse, produktudvikling	1,9	769918	415648
Ferrosan Consumer Health	Altor	2005	2011	Industrisalg	Egne folk i bestyrelsen, splittet selskabet i to, fokus på kerneområde, operationelt			
OW Bunker	Altor	2007	2014	IPO				
Sonion	Altor	2009	2014	Industrisalg	Investering i R&D, produktudvikling, operationelt	0,8	467199	591801
Wrist Ship Supply	Altor	2007		Ikke exit	Investeringer, operationelt, opkøb	4,1	1926106	475556
Biva Møbler	Odin Partners	2006	2009	Konkurs	Operationelt, ekspansion	1,9	334761628	172041710
Green House	Odin Partners	2006	2011	Konkurs	Ledelsen med ejerandel,			
SFK Food	Odin Partners	2012	2014	Industrisalg	Produktudvikling, fokus på kerneforretning			
SCAN GLOBAL LOGISTICS	Odin Partners	2006	2016	Secondary buyout	Indsat direktør	1,3	322418	256316

Haarslev Industries	Odin Partners	2006	2012	Secondary buyout	Professionaliseret, effektiviseret, operationelt, ekspansion, ledelsens medejerskab	2,7	308293	115668
Systemfrugt	Odin Partners	2010		Ikke exit	Stifter og ledelse med ejerandel, egne folk i bestyrelsen, indsat direktør, operationelt	2,6	195036347	75041815
SSG	Maj Invest	2005	2012	Secondary buyout	Stiftere og medarbejdere med ejerandele, operationelt, ekspanderet nationalt	1,6	23871784	14786106
Unwire	Maj Invest	2007		Ikke exit	Produktudvikling, international ekspansion, opkøb, ledelse og bestyrelse med ejerandel, egne folk i bestyrelsen	0,6	44000	76329
Norisol	Maj Invest	2006		Ikke exit	Fokusering, operationelt, turnaround, ledelsens medejerskab, indsat direktør	0,7	36238	48632
KK Group	Maj Invest	2010	2016	Secondary buyout	International ekspansion, ledelsen med ejerandel, operationelt	1,2	102940	88615
SFK Leblanc	Maj Invest	2006	2016	Secondary buyout	International ekspansion, opkøb og frasalg, operationelt	1,4	173338	123078

Medicom Innovation	Maj Invest	2007	2016	Industrisalg	International ekspansion	3,4	33743	9945
Pierre.dk	Maj Invest	2010	2016	Industrisalg	Ekspansion internationalt og nationalt, stifters medejerskab			
J. Hvidtved Larsen	Maj Invest	2006	2016	Industrisalg	Generations skifte, produktudvikling, international ekspansion, ledelses medejerskab, operationelt	1,3	45467375	34454530
Neas Energy	Via Equity	2015	2016	Industrisalg	International ekspansion	0,8	362372	434986
Nets	Via Equity + andre	2014	2016	IPO	Egne folk i bestyrelsen,			
EMT Nordic	Blue Equity	2013	2016	Industrisalg	Stifter med ejerandel, ekspansion nationalt og internationalt			
FairWind	Blue Equity	2014	2016	Andet	Nationalt og international ekspansion, ledelsens ejerandel, operationelt	2,0	84156	41412
Secunia	DKA Capital	2013	2015	Industrisalg	Hentet ny direktør, operationelt, international ekspansion,			
Matas	CVC	2007	2013	IPO	Butiksejere som medejere, operationelt, ny formand	3,3	3601,8	1102
DT Group	CVC	2003	2006	Industrisalg	Operationelt, afnotering, ledelsens medejerskab,			

Kompan	Nordic Capital	2005	2014	Andet	International ekspansion, opkøb, ledelsens medejerskab	1,0	128177	130630
EG	Nordic Capital	2008	2013	Secondary buyout	Operationelt , konsolidering, international ekspansion	1,9	393034	203005
Superfos	Industri Kapital	1999	2011	Industrisalg	Opkøb, operationelt, restruktureringer, frasalg, investering i R&D	4,6	3432,8	746,1

METODER TIL VÆRDISKABELSE / FOND	I alt
Operationelt	32
Ledelse/best. medejerskab	20
International ekspansion	20
Konsolidering/BaB/opkøb	19
Indsat ledelse	14
Indsat en eller flere best.med.	11
Produktudvikling	10
National ekspansion	9
Stifter medejerskab	8
Fokusering	5
Turn-around	5
Restrukturering	5
Ny/revideret strategi	4
Generationsskifte	4
Effektivisering	3
Tidligere ejer medejerskab	3
Nyt brand	3
Investere i R&D	3
Frasalg	3
Afnotering	2
Omkostningsreducering	2
Opdele i flere divisioner	2
Løst kapital	1
Kommunaltejet til kommerciel	1
Åbnet flere butikker	1

SALG	Axcel	FSN	EQT	Polaris	Catacap	Capidea	Maj Invest	Altor	Odin	Via Equity	Blue Equity	DKA Capital	CVC	Nordic Capital	Industri Kapital	I alt
IPO	1			1				1		1			1			5
Ikke exit			2	1	3		2	1	1							10
Salg til ledelsen og andet	1														1	3
Konkurs			2					2								4
Industrisalg	1	5	1	1	3	4	3	1	1	1	1	1			1	22
Secondary buyout	3	2	3	2		1	3	2	2						1	15

Bilag 4

	G	RBG	EK
Mærsk	0,3	10737	32090
Carlsberg	0,6	24569	43419
Chr Hansen	0,8	547,9	730,3
Coloplast	0,0	222	5068
DONG	0,4	24183	57500
DSV	0,6	8299	13378
FLSmidt	0,5	3950	8462
Genmab	0,0	0	5126138
GN Store Nord	0,6	3582	5620
ISS	1,1	15338	13920
Lundbeck	0,2	1873	9694
Novo Nordisk	0,0	229	45269
Novozymes	0,1	900	11745
Pandora	0,4	2448	6794
TDC	0,9	22,1	24,2
Vestas	0,2	496	3190

Lego	0,0	219	20039
Coop	0,7	1593	2375
Dansk Supermarked	1,9	12489	6733
Danish Crown	2,2	12480	5797
DLG	1,7	8696	5003
VKR Holding	0,0	54	14276
Jysk	0,0	75346	1887076
Egmont	0,1	46,8	833,3
Semler Gruppen	1,0	1713760	1694385
Ecco	0,2	124423	628203
Ejner Hessel Holding	1,1	453287689	412770331
Fleggaard	1,0	1066924	1104253
Orifarm	1,1	113088	98485
Cowi	0,2	282404	1137409
Aller Holding	0,7	(Står i regnskab)	

(t.kr)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning	946.334	1.039.766	1.039.766	1.133.389	1.218.091	1.242.655
	100	110	110	120	129	131
Produktionsomkostninger	491.420	384.095	384.095	419.339	394.150	443.933
	100	78	78	85	80	90
Bruttoresultat	454.914	655.671	655.671	714.050	823.941	798.722
	100	144	144	157	181	176
Salgs- og dist.omk.	150.452	163.119	163.119	170.365	182.309	188.574
	100	108	108	113	121	125
F&U-omk.	158.561	139.131	139.131	139.384	136.743	144.568
	100	88	88	88	86	91
Adm.omk.	200.973	115.758	115.758	122.924	112.685	112.917
	100	58	58	61	56	56
Resultat af primær drift før skat	55.072	237.663	237.663	281.376	392.204	352.663
	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Andre indtægter og omkostninger	142.909	- 36.067	- 36.067	4.674	- 16.038	- 7.265
	100	25	25	-3	11	5
Resultat af primær drift	- 197.981	201.596	201.596	286.050	376.166	345.398
	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Finansielle indtægter	20.147	62.591	62.591	51.744	18.091	22.140
	100	311	311	257	90	110
Finansielle omkostninger	57.866	61.096	61.096	47.723	29.418	31.819
	100	106	106	82	51	55
Resultat før skat	- 235.700	203.091	203.091	290.071	364.839	335.719
	100	-86	-86	-123	-155	-142
Skat	- 47.801	42.219	42.219	58.233	87.367	99.701
	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Årets resultat	- 187.899	160.872	160.872	231.838	277.472	245.018
	100	-86	-86	-123	-148	-130

Bilag 6 - Indekstal, Pierre.dk

(t.kr)	09/10		10/11		11/12		12/13		13/14		14/15	
Bruttofortjeneste	70.051	100	74.567	100	88.583	100	111.759	100	129.998	100	134.194	100
Personaleomk.	50.003	71	54.100	73	67.758	76	83.873	75	98.191	76	102.221	76
Resultat før afskrivninger	20.048	29	20.467	27	20.825	24	27.886	25	31.807	24	31.974	24
Afskrivninger	8.148	12	8.719	12	10.505	12	13.231	12	14.777	11	15.232	11
Resultat før finansielle poster	11.899	17	11.748	16	10.320	12	14.655	13	17.030	13	16.742	12
Finansielle indtægter	102	0	7	0	22	0	31	0	43	0	104	0
Finansielle omkostninger	2.247	3	1.738	2	2.329	3	2.673	2	2.785	2	2.363	2
Resultat før skat	9.753	14	10.017	13	8.013	9	12.013	11	14.288	11	14.483	11
Skat	2.574	4	2.503	3	2.133	2	2.106	2	3.204	2	3.351	2
Årets resultat	7.179	10	7.513	10	5.880	7	9.907	9	11.084	9	11.132	8

(t.kr)	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Bruttofortjeneste	70.051	74.567	88.583	111.759	129.998	134.194
	100	106	126	160	186	192
Personaleomk.	50.003	54.100	67.758	83.873	98.191	102.221
	100	108	136	168	196	204
Resultat før afskrivninger	20.048	20.467	20.825	27.886	31.807	31.974
	100	102	104	139	159	159
Afskrivninger	8.148	8.719	10.505	13.231	14.777	15.232
	100	107	129	162	181	187
Resultat før finansielle poster	11.899	11.748	10.320	14.655	17.030	16.742
	100	99	87	123	143	141
Finansielle indtægter	102	7	22	31	43	104
	100	7	22	30	42	102
Finansielle omkostninger	2.247	1.738	2.329	2.673	2.785	2.363
	100	77	104	119	124	105
Resultat før skat	9.753	10.017	8.013	12.013	14.288	14.483
	100	103	82	123	146	148
Skat	2.574	2.503	2.133	2.106	3.204	3.351
	100	97	83	82	124	130
Årets resultat	7.179	7.513	5.880	9.907	11.084	11.132
	100	105	82	138	154	155

Bilag 7 - Indekstal, TDC

(mio.kr.)	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
Omsætning	46.588	100	47.426	100	39.321	100	38.819	100	35.939	100	26.167	100
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	17.104	37	17.258	36	12.326	31	11.623	30	10.149	28	6.747	26
Andre eksterne omkostninger	9.110	20	9.330	20	7.640	19	7.977	21	7.491	21	4.517	17
Personaleomkostninger	7.628	16	7.559	16	7.141	18	6.505	17	5.486	15	4.327	17
Driftsomkostninger i alt før afskrivninger	33.842	73	34.147	72	12.214	31	26.105	67	23.126	64	10.576	40
Andre indtægter og omkostninger	257	1	373	1	284	1	461	1	233	1	196	1
EBITDA	13.003	28	13.655	29	12.498	32	13.175	34	13.046	36	10.772	41
Af- og nedskrivninger	6.790	15	6.551	14	6.227	16	5.819	15	6.319	18	5.356	20
Særlige poster	- 968	-2	- 319	-1	1.809	5	- 5.815	-15	- 1.187	-3	1.347	5
Resultat af primær drift (EBIT)	5.245	11	6.785	14	8.080	21	1.541	4	5.540	15	4.069	16
Resultat af ass. virksomheder og joint venture	334	1	449	1	1.401	4	4.654	12	76	0	13	0
Finansielle udgifter (netto)	1.056	2	2.697	6	3.420	9	2.414	6	1.882	5	1.496	6
Resultat før skat	4.523	10	4.537	10	6.085	15	3.693	10	3.734	10	2.586	10
Skat	1.026	2	1.094	2	1.431	4	1.001	3	987	3	782	3
Årets resultat	3.497	8	3.443	7	4.654	12	2.692	7	2.747	8	1.804	7

(mio.kr.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Omsætning	46.588	47.426	39.321	38.819	35.939	26.167
	100	102	84	83	77	56
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	17.104	17.258	12.326	11.623	10.149	6.747
	100	101	72	68	59	39
Andre eksterne omkostninger	9.110	9.330	7.640	7.977	7.491	4.517
	100	102	84	88	82	50
Personaleomkostninger	7.628	7.559	7.141	6.505	5.486	4.327
	100	99	94	85	72	57
Driftsomkostninger i alt før afskrivninger	33.842	34.147	12.214	26.105	23.126	10.576
	100	101	36	77	68	31
Andre indtægter og omkostninger	257	373	284	461	233	196
	100	145	111	179	91	76
EBITDA	13.003	13.655	12.498	13.175	13.046	10.772
	100	105	96	101	100	83
Af- og nedskrivninger	6.790	6.551	6.227	5.819	6.319	5.356
	100	96	92	86	93	79
Særlige poster	- 968	- 319	1.809	- 5.815	- 1.187	1.347
	100	33	-187	601	123	-139
Resultat af primær drift (EBIT)	5.245	6.785	8.080	1.541	5.540	4.069
	100	129	154	29	106	78
Resultat af ass. virksomheder og joint ventures	334	449	1.401	4.654	76	13
	100	134	419	1393	23	4
Finansielle poster	- 1.056	- 2.697	- 3.420	- 2.414	- 1.882	- 1.496
	100	255	324	229	178	142
Resultat før skat	4.523	4.537	6.085	3.693	3.734	2.586
	100	100	135	82	83	57
Skat	1.026	1.094	1.431	1.001	987	782
	100	107	139	98	96	76
Årets resultat	3.497	3.443	4.654	2.692	2.747	1.804
	100	98	133	77	79	52

Bilag 8 - Indekstal, GSV

(t.kr.)	2014		2015		2016	
Nettoomsætning	349.377	100	643.723	100	862.862	100
Andre driftsindtægter	3.605	1	15.065	2	17.220	2
Direkte omkostninger	176.273	50	308.835	48	365.520	42
Andre eksterne omkostninger	16.143	5	67.757	11	71.872	8
Bruttoresultat	160.565	46	282.196	44	442.690	51
Personaleomkostninger	55.234	16	108.665	17	176.010	20
Af- og nedskrivninger	52.246	15	119.594	19	172.466	20
Resultat før finansielle poster	53.085	15	53.937	8	94.214	11
Finansielle indtægter	2	0	453	0	209	0
Finansielle omkostninger	8.563	2	14.337	2	21.294	2
Resultat før skat	44.523	13	40.053	6	73.129	8
Skat	8.799	3	9.980	2	11.822	1
Årets resultat	35.724	10	30.073	5	61.307	7

(t.kr.)	2014	2015	2016
Nettoomsætning	349.377	643.723	862.862
	100	184	247
Andre driftsindtægter	3.605	15.065	17.220
	100	418	478
Direkte omkostninger	176.273	308.835	365.520
	100	175	207
Andre eksterne omkostninger	16.143	67.757	71.872
	100	420	445
Bruttoresultat	160.565	282.196	442.690
	100	176	276
Personaleomkostninger	55.234	108.665	176.010
	100	197	319
Af- og nedskrivninger	52.246	119.594	172.466
	100	229	330
Resultat før finansielle poster	53.085	53.937	94.214
	100	102	177
Finansielle indtægter	2	453	209
	100	26.425	12.192
Finansielle omkostninger	8.563	14.337	21.294
	100	167	249
Resultat før skat	44.523	40.053	73.129
	100	90	164
Skat	8.799	9.980	11.822
	100	113	134
Årets resultat	35.724	30.073	61.307
	100	84	172

Bilag 9

