

Kapitalfonde i et Corporate Governance perspektiv

Titel: Private equity in a
Corporate Governance
perspective

Copenhagen Business School
2016

Institut for Finansiering
Kandidatafhandling
Cand.merc. Finansiering og
Regnskab (FIR)
Afleveret d. 1. december 2016

Antal anslag/ 171841 / 76
sider

Forfatter: Claude Jeppesen
Vejleder: Leonhardt Pihl



Abstract

The main object of this master thesis is to determine and analyze how private equity create value in their portfolio companies through corporate governance mechanisms and to analyze the possible weaknesses in their business model. Based on corporate governance theories, the existing empirical evidence will be illustrated, analyzed and compared. Corporate governance is a secondary value driver and its impact on value creation is indirect. This thesis takes a qualitative approach and analyzes the stated drivers behind the value creation in the portfolio companies. Theories such as; the principal–agent problem, governance through active and concentrated ownership, and the board structure will be analyzed. In addition, the impact of using relatively high debt to discipline the management and the use of incentive pay will be studied.

The results of the analyzed research are not always straightforward, some of the results are consistent with the existing theory, and others are not. The literature review concludes that the private equity have fewer principal-agent problems due to the combination of higher debt, monitoring and incentive pay. Evidence shows that there is a positive relationship between incentives and the company performance. A research from McKinsey concludes that the background of the business partners have an impact on performance. Another survey from Denmark states that the value creation comes from active and concentrated ownership and not from a contribution from the knowledge nor experience from the private equity.

Theories and several researches indicate that the heterogenic board structure is an important factor to business value creation. By analyzing the board structure of 32 Danish portfolio companies and 3 Danish private equity management teams the conclusion is that heterogeneity might be neglected and can be an alternative source to value creation. The business model might also have some weaknesses seen from a strategic and stakeholder perspective. Using corporate governance mechanism such as debt, concentrated ownership, and incentive pay have many advantages but there are also drawbacks associated with the tools used by the private equity.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Indholdsfortegnelse	3
1. Indledning	5
1.2 Problemformulering	6
1.3 Metode og videnskabsteori	7
1.4 Struktur	10
1.5 Afgrænsning	12
1.6 Kildekritik	14
2. Hvad er kapitalfonde og LBO modellen?	15
2.1 Investeringer og kapitalfondes levetid.	17
2.2 J-Kurven og afkast	19
2.3 Exit-strategier	19
2.3.1 Faktorer som påvirker exit-strategien.	20
2.3.2 Managementselskabet som værdiskaber	21
2.3.3 Managementselskabets aflønning	21
2.4 Kapitalstrukturens betydning for værdiskabelse.	22
2.4.1 Risici i forbindelse med gældsoptagelse	24
2.4.2 Risikable investeringer som ikke levede op til forventningerne	24
2.5 Kapitalfonde i Danmark	25
2.5.1 Opkøb fordelt på de danske kapitalfonde og deres branchefokus.	27
2.5.2 Delkonklusion	29
3. Værdiskabelse i porteføljevirkksomhederne	29
3.1 Corporate Governance	30
3.1.1 Principal-agent problematikken	30
3.1.2 Incitamentsaflønning	32
3.1.3 Gæld og empire building	32
3.1.4 Aktivt ejerskab	34
3.2. Value Capturing	34
3.3 Finance	36
3.4 Operationel	37
3.5 Delkonklusion	39
4. Corporate Governance i kapitalfonde	40

4.1	Kapitalfondes håndtering af principal- agent problematikken.....	40
4.1.2	Kapitalfondenes minimering af asymmetrisk information i MBO-transaktioner.....	40
4.1.3	Skaber kapitalfonde værdi gennem insider viden?	41
4.1.4	Effekten af incitamentsaflønnning og ”hånden på kogepladen”.....	42
4.1.5	Størrelsen af incitamentsaflønnning.....	42
4.2	Effekten af aktivt ejerskab	43
4.2.1	Værdiskabelse gennem kompetencer og ressourcer.	44
4.2.2	Værdiskabelse ifølge ledelsen – En dansk undersøgelse	47
4.2.3	Delkonklusion	49
5.	Ejerstruktur	50
5.1	Forskelle på koncentreret og spredt ejerskab.	51
5.2	Værdiskabelse gennem koncentreret ejerskab	52
5.2.1	Værdiskabelse gennem det koncentrerede ejerskab - En dansk analyse.	53
5.2.2	Ledelsesmodel.....	54
5.3.1	Kapitalfondenes ledelsesmodel.....	55
5.3.2	Kapitalfondenes ledelsesmodel- Baseret 3 case studies	56
5.3.3	Bestyrelsen og dens struktur	57
5.3.4	Går kapitalfonde målrettet efter en bestemt bestyrelsesstruktur i target-virksomheden? ..	58
5.3.5	Diversitet i kapitalfondsbestyrelser.....	58
5.4	Bestyrelsesstruktur i de danske porteføljevirksomheder - Axcel, Maj Invest og Polaris.	60
5.4.1	Managementselskabets struktur - Axcel, Maj Invest og Polaris.....	66
5.4.2	Det underrepræsenterede køn i de danske kapitalfonde.....	67
5.4.3	Delkonklusion	69
6.	Svagheder ved kapitalfondenes forretningsmodel - En diskussion	70
6.1	Gældsoptagelse	70
6.2	Det finansielle strategiske perspektiv	71
6.3	Koncentreret ejerskab	73
6.4	Shareholder value overfor stakeholder value.....	74
6.4.1	Incitamentsaflønnning.....	74
7.	Konklusion	75
8.	Litteraturliste.....	78
9.	Bilag	85

1. Indledning

Kapitalfonde lever af at købe og sælge virksomheder og deres aktiviteter har været stigende i udlandet siden 1980'erne og i Danmark siden 1990'erne. Formålet med at købe virksomhederne er at skabe værdi når kapitalfonden skal videresælge virksomheden.

Værdiskabelse kan ske gennem flere kategorier og corporate governance som afhandlingen beskæftiger sig med udgør en af disse.

Corporate governance defineres som følgende (Cadbury,1992):

*”The system by which companies are directed and controlled”.*¹

På dansk defineres corporate governance betragtes som selskabsledelse og denne har en relativt stor betydning for værdiskabelse. De fleste investorer tillægger corporate governance væsentlig betydning og er villige til at betale en præmie på ca.18% for selskaber med god selskabsledelse.² Afhandlingen vil redegøre for og analysere de centrale problemstillinger ved corporate governance i kapitalfonde samt analysere og diskutere hvilke mekanismer kapitalfonde anvender for at håndtere corporate governance relaterede problemstillinger. Centrale teorier som principal- agent problematikken og asymmetrisk information vil blive belyst og analyseret. Desuden vil afhandlingen beskæftige sig med ejerstruktur og bestyrelsesstruktur. Ovennævnte 4 corporate governance emner som specialet fokuserer på vil gøre det muligt at forstå, hvordan der gennem corporate governance kan skabes værdi.

Kapitalfonde anvender flere værktøjer inden for corporate governance for at løse governance problemstillinger hvilket er en styrke og en fordel i forretningsmodellen. Teorier og mekanismer såsom gæld, incitamentsaf lønning og at føre et aktivt samt koncentreret ejerskab vil blive analyseret og diskuteret ved hjælp af den eksisterende teori og empiriske undersøgelser. Mekanismerne anvendes for at løse flere problemstillinger såsom at minimere principal- agent problematikken og

¹ Thomsen & Conyon (2012) s. 4.

² Rasmussen (2002) s. 6

løse den free cash flow konflikt. Ved at håndtere corporate governance problemstillinger kan der skabes værdi i kapitalfondenes virksomheder. Der vil foretages en diskussion om mulige svagheder i forretningsmodellen, der kan være forbundet med de mekanismer som kapitalfondene anvender.

Motivation for at skrive afhandlingen udspringer fra en interesse i værdiskabelse ved køb og salg af virksomheder. Lysten til emnevalget corporate governance i kapitalfonde kommer af en nysgerrighed omkring hvilke metoder og mekanismer kapitalfondene anvender i sine porteføljevirkomheder, som muliggør værdiskabelse i deres forretningsmodel. Der er et behov for mere viden på området og der opfordres til mere forskning, som kan give en dybere forståelse af kapitalfondenes Corporate Governance, således at der bidrages til videnskaben.

1.2 Problemformulering

På baggrund af en reflektering over og en nysgerrighed omkring hvordan kapitalfonde skaber værdi, har denne afhandling til formål at belyse og analysere værdiskabelse gennem behandling af corporate governance problemstillinger i danske samt internationale kapitalfonde hvilket leder til følgende problemformulering:

Hovedproblem:	Hvordan skaber kapitalfonde værdi gennem corporate governance i sine porteføljevirkomheder og hvad er svaghederne i modellen?
---------------	---

For at kunne besvare hovedspørgsmålet søges der svar på følgende underspørgsmål:

- Hvad karakteriserer en kapitalfond og hvordan kan kapitalfond skabe værdi?
- Hvordan minimerer kapitalfonde principal-agent problematikken og den asymmetrisk information?
- Hvad er effekten af incitamentsaf lønning og koncentreret ejerskab, som kapitalfonde udøver?
- Hvad betyder business partnernes kompetencer og hvilke faktorer adskiller kapitalfondenes performance?

- Hvordan er bestyrelsesstrukturen i de danske porteføljevirkksomheder ejet af Axcel, Maj Invest samt Polaris, og hvordan er strukturen i managementselskaberne baseret på køn og uddannelsesbaggrund?

1.3 Metode og videnskabsteori

Denne afhandling er en teoretisk afhandling som beskæftiger sig med undersøgelse af eksisterende teori samt empiri om værdiskabelse i kapitalfonde gennem corporate governance. Der vil anvendes videnskabelige artikler, litteraturstudier samt empiriske undersøgelser foretaget af anerkendte forskere, videnskabelige bøger, Ph.d. afhandlinger, rapporter, samt specialer. Analyserne er internationale og dækker bl.a. USA, Europa, Australien og Danmark.

Formålet med specialet er at analysere kapitalfondenes værdiskabelses-metoder gennem corporate governance baseret på den eksisterende teori og empiri. Det videnskabsteoretiske udgangspunkt for denne opgave er det post-positivistiske paradigme. Cuba definerer et paradigme som ”Et basalt sæt af værdier som styrer vores handlinger – både hverdags-handlinger og handlinger forbundet med disciplinerede undersøgelser”. Paradigmet har indflydelse på hvordan vi besvarer spørgsmålene. Et paradigme består af de 3 niveauer ontologi, epistemologi og metodologi. Ontologien besvarer hvad virkeligheden er, epistemologi svarer på hvordan virkeligheden er og metodologi handler om hvordan virkeligheden undersøges. Paradigmet er internt konsistent med de 3 niveauer og har en logisk sammenhæng.³

I postpositivismen er ontologien begrænset realistisk hvilket i afhandlingen kommer til udtryk ved at én ontologisk position (resultat fra en analyse) ikke er den eneste mulighed eller eneste rigtige, men at analyserne giver komplimenterende forståelser og udvider kapitalfondenes corporate governance perspektiv.⁴ Epistemologien er modificeret objektiv kommer til udtryk ved at det erkendes, at forskeren ikke kan være helt neutral, men objektivitet samt det ideelle tilstræbes. Metodologi er modificeret eksperimentel og kommer i afhandlingen til udtryk ved at der er en bestemt metode for at komme frem til resultater, fx igennem regressionsmodeller i de empiriske analyser, men metodologien giver mulighed for små variationer. Metoden er oftest hypotetisk deduktiv hvor viden om kapitalfondenes corporate governance forstås som hypoteser. Hypotesen afklares ved at ”teste” om konsekvenser kan eftervises i den virkelige verden. Et eksempel på en hypotese er når det undersøges om kapitalfondenes koncentrerede

³ Cuba (1990) s. 272-274.

⁴ Nygaard (2012) S. 152

ejerskab tilføjer værdi, og hvis udfaldet er positivt, så holder den antagede viden (teori) på området. Hvis ikke så erkender postpositivismen at der må være forklaringer på empiriens afvigelse fra teorien.

I afhandlingen anvendes primært den deduktive metode med udgangspunkt i de relevante teorier. Den deduktive fremgangsmåde tager udgangspunkt i generelle principper hvor teorien introduceres og anvendes for at belyse det konkrete problem. Modsat den induktive metode som tager udgangspunkt i en enkelt hændelse og slutter sig til det generelle. Den induktive metode er kun anvendt i et begrænset omfang.⁵

Afhandlingen anvender flere kvantitative undersøgelser og disse tager udgangspunkt i performancedata, regnskaber og spørgeskemaundersøgelser med ”lukkede” spørgsmål. Flere af forskerne har anvendt kvantitativt data for at måle på faktorer såsom gældens indvirkning, bestyrelsessammensætningen og det koncentrerede ejerskabs indflydelse på performance. De kvantitative analyser har den fordel at de er kvantificerbare og man kan generalisere resultaterne af en repræsentativ stikprøve til populationen. Den kvantitative metode anvender den eksisterende teori og udvikler antagelser fra teorien.⁶

Da kvantitativ metode kan have sine begrænsninger er der suppleret med case studies. Case studies er af kvantitative undersøgelser og tager udgangspunkt i specifik cases. Fordele ved case studies er de kan frembringe viden samt og at man kan afprøve casene i forhold til den generelle praktiske viden. Ulempen med case studies er at man ikke kan udlede generelle betragtninger på baggrund af de enkelte undersøgte cases, da de kan være ekstreme.

Afhandlingen anvender case studies som eksempelvis fra DVCA og Robert Spliids casestudies. Casestudies vil hjælpe med at identificere årsager til hændelserne og give et dybere indblik samt forståelse af værdiskabelse gennem corporate governance samt kapitalfondes arbejdsmetoder. Desuden anvendes få kvalitative undersøgelser, og disse kan give forskerne mere fleksibilitet sammenlignet med den kvantitative metode. Ulempen med den kvalitative metode er at den viden som opnås ikke nødvendigvis kan generaliseres og desuden er metoden ressourcekrævende. Et eksempel på en kvalitativ analyse er McKinsey rapporten (2005) om aktivt ejerskab.

Bidraget med denne afhandling er at indsamle relevante internationale og nationale undersøgelser om kapitalfondes værdiskabelse gennem corporate governance. Da der kun eksisterer få

⁵ Andersen, I. (2009) Den skinbarlige virkelighed s. 35

⁶ Ibid s.50

undersøgelser omkring kapitalfondes bestyrelsessammensætning og kapitalfondes investeringsteams har det været nødvendigt selv at indsamle og analysere data. Undertegnede bekendt findes der ingen før denne afhandling forudgående analyser af strukturen i bestyrelserne samt investeringsteams i de danske kapitalfonde som dækker følgende faktorer; antal medlemmer i bestyrelsen, fordelingen af uafhængige og afhængige medlemmer, kønsfordeling og uddannelsesbaggrund. Derfor vil undertegnede analysere bestyrelsesstrukturen i porteføljevirksomhederne ejet af kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris. Desuden vil managementselskabets struktur blive analyseret baseret på køn og uddannelse. Yderligere vil der undersøges hvor aktive ovennævnte kapitalfonde er, og om kapitalfondene rekrutterer bredt. Førstnævnte analyseres ved at se på om managementselskabet sidder i porteføljevirksomhedernes bestyrelser, og sidstnævnte undersøges ved at undersøge om bestyrelsesmedlemmer som ikke repræsenterer kapitalfonden besidder flere bestyrelsesposter. Bestyrelsesstrukturen og strukturen i kapitalfondenes managementselskaber er relevant da nyere forskning har øget fokus på bestyrelsens struktur, da denne muligvis skaber værdi og har derfor indflydelse på virksomhedens performance.

Opbygning af egen analyse om danske virksomheder og managementselskaber tager udgangspunkt i kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris. Analysen er baseret på kvantitativ metode, hvor sekundære tilgængelige data anvendes. Informationer om bestyrelsesstrukturen og kapitalfondene er hentet fra de respektive kapitalfondes hjemmesider samt databasen Bisnode. Databasen dækker information om danske virksomheder samt personinformation på bestyrelsesmedlemmerne hvor samtlige bestyrelsesmedlemmer er oplyst. Både information om kapitalfondenes managementselskab og information fra databasen Bisnode er senest verificeret d. 1/11-2016.

I afhandlingen I afhandlingen benyttes primært sekundære kilder bestående af bl.a. videnskabelige artikler og videnskabelige undersøgelser fra bl.a. tidsskriftet The journal of finance.

Pensumrelaterede bøger fra kandidatoverbygningen Finansiering og Regnskab (FIR) samt fra bachelor studiet HA Almen er også anvendt. Bøger og kompendier fra bl.a. fagene Corporate Finance, Køb og Salg af virksomheder, Skat, Regnskabsanalyse, Strategi, og Organisationsanalyse. De centrale teorier og emner omhandlende Corporate Governance tager udgangspunkt i bogen ”Corporate Governance Mechanisms and Systems”. Bogen benyttes i Corporate Governance valgfaget på cand. merc. studierne, udbudt af Institut for Finansiering. Underviser af valgfaget er Casper Rose, Rose, hvis artikler og undersøgelse om bl.a. bestyrelsesforhold er anvendt i analysen.

Førstehåndskilde anvendes kun i et begrænset omfang og disse er fra forelæsninger i valgfaget Køb og Salg af virksomheder (cand. merc. CBS) samt faget Skatteret.

1.4 Struktur

I afhandlingens indledende kapitel introduceres bl.a. motivationen bag emnet, problemformulering, afgrænsningen i afhandlingen og struktur samt kildekritik. For at kunne besvare problemformuleringen og de underliggende spørgsmål skal man først og fremmest forstå hvordan kapitalfonde opererer for derefter at kunne forstå, hvordan de kan skabe værdi. Derfor vil der i kapitel 2 først redegøres for centrale elementer om kapitalfonde og karakteristika ved LBO's. Kapitlet vil afdække kapitalfondens forretningsmodel ved bl.a. at redegøre og analysere exit-strategier, kapitalstruktur ved opkøb, managementselskabets incitamentsaf lønning samt gældens risici. Disse emner har en betydning for forståelse af analyserne om værdiskabelse i de efterfølgende kapitler.

I kapitel 2 introduceres også de danske kapitalfonde med henblik på at give et overblik over hvem spillerne er, størrelsen på spillerne og hvilke typer af virksomheder de investerer i. De overordnede informationer om de danske kapitalfonde skal anvendes i analysen om bestyrelsessammensætningen og managementselskabernes investeringsteams. Kapitlet afsluttes med en delkonklusion for at danne et overblik over hvordan kapitalfonde opererer.

Overordnet beskæftiger kapitel 3-4 sig med corporate governance teorierne; principal-agent problematikken, asymmetrisk information og incitamentsaf lønning og kapital 5 behandler ejerstrukturen og bestyrelsessammensætningen.

I kapitel 3 redegøres for og analyseres, hvordan der kan skabes værdi i virksomheder, gennem bl.a. Kaplan & Strömbergs (2009) model. Da corporate governance er en måde at skabe værdi på vil de anerkendte corporate governance teorier og problemstillinger blive introduceret fra en beskrivende indgangsvinkel. Dette er teorierne som eksempelvis principale-agent, agency costs, incitamentsaf lønning, empire building, gældens anvendelse og aktivt ejerskab. Empirien for corporate governance i kapitalfonde vil blive afdækket i kapitel 4 og 5. Desuden redegøres i kap 3 for de 3 resterende værdiskabelseskategorier; Value Capturing, Finance og Operationel og den tilhørende empiri for de 3 værdiskabelsesmetoder vil blive belyst og analyseret. Kapitel 3 afsluttes med en delkonklusion, som skal skabe et overblik over de forskellige værdiskabelsesmetoder som kapitalfonde kan benytte sig af i deres virksomheder.

Kapitel 4 er et empirisk kapitel hvor corporate governance teorierne fra kapitel 3 vil blive afdækket gennem forskellige forskeres analyser. Kapitlet vil svare på hvordan kapitalfonde skaber værdi gennem corporate governance, og bl.a. hvilken indflydelse incitamentsaflønnings har på performance samt effekten af aktivt ejerskab. Yderligere vil empirien om kapitalfondenes værdiskabelse gennem kompetencer og ressourcer blive afdækket. Kapitlet afsluttes med en delkonklusion som har til formål at samle op på empirien om værdiskabelse i kapitalfonde gennem corporate governance.

I kapitel 5 vil hvert corporate governance emne blive introduceret gennem relevant teori og derefter vil den tilhørende empiri om kapitalfondenes ledelse blive belyst og analyseret. Dette gælder teori omhandlende ejerstruktur, ledelsesmodellen (i begrænset omfang) og bestyrelsessammensætning. Både udenlandske, danske analyser samt egen analyse vil blive inddraget. Kapitlet har til formål at belyse og analysere værdiskabelse bl.a. gennem koncentreret ejerskab og om kapitalfonde går målrettet efter en bestemt bestyrelsesstruktur i target-virksomhederne. Resultater af de empiriske analyser vil generelt blive sammenlignet og holdt op mod teorierne om corporate governance. I dette kapitel vil eksempelvis Frederik Vintens Ph.d. afhandling og Roses analyse anvendes. Desuden vil kapitlet analysere diversitetens indflydelse på performance gennem flere empiriske analyser. Yderligere vil de danske kapitalfonde blive analyseret når det kommer til størrelsen, afhængige, uafhængige, køn samt nationalitet. Desuden vil der vurderes om kapitalfonde kan skabe yderligere værdi gennem bestyrelsesstrukturen i sine porteføljevirkomheder samt deres investeringsteams.

Kapitel 6 er et diskussionskapitel som vil behandle de mulige svagheder der er i forbindelse med anvendte teorier og mekanismer inden for kapitalfondenes corporate governance. Her tages udgangspunkt i de anvendte teorier samt resultater fra kapitel 2-5. Kapitlet vil tillade at se på værdiskabelse fra et finansielt strategisk samt et stakeholder perspektiv. Diskussionen vil behandle gældens indflydelse, investeringer fra et finansielt strategisk udgangspunkt og ulemper ved koncentreret ejerskab. Desuden vil organisatoriske kulturelle forskelle baseret på Geert Hofsteds analyse og bagsiden af incitamentsaflønnings blive drøftet. Formålet er at diskutere mulige svagheder i kapitalfondenes forretningsmodel ud fra allerede analyserede corporate governance teorier. Afhandlingen afsluttes med en konklusion i kapitel 7, som har til hensigt at svare på problemformuleringen og de underliggende spørgsmål.

Figur 1. Strukturen i den deduktive metode som er udgangspunktet i afhandlingen.



1.5 Afgrænsning

Private Equity begrebet eller kapitalfonde, som det hedder på dansk, er et bredt emne og dækker over kapitalfonde, Venture Capital og Hedgefonde.⁷ Afhandlingen afgrænser sig kun til at beskæftige sig med kapitalfonde med aktivt og fokuseret ejerskab, som investerer i modne virksomheder og samtidigt anvender en LBO approach ved opkøb af target-virksomhederne.

Chapple et al. (2010) definerer private equity som følgende;

*“Private equity refers to the acquisition of a public firm, by a group of sophisticated investors, who take the company ”private” by delisting it from the stock exchange ”.*⁸

I modsætning til kapitalfonde investerer Hedgefonde i kortsigtede investeringer med forskellige investeringsstrategier bl.a. kan spekulation i markedstendenser nævnes. I modsætning til kapitalfonde som investerer i modne virksomheder, investerer Venture Capital fonde i opstartsvirksomheder. Private equity behøves dog ikke kun at udgøre public-to-private transaktioner som definitionen af Chapple et al.(2010) indikerer. Dog er flest undersøgelser baseret på public-to-private hvor forskere sammenligner virksomheden, da den var børsnoteret med virksomheden under kapitalfond ejerskab. Af ovenstående grund vil afhandlingen oftest sammenligne børsnoterede virksomheder med kapitalfondenes virksomheder selvom disse er forskellige fra hinanden og kritik af sammenligningen behandles i afsnittet kildekritik.

Værdiskabelse kan skabes inden for flere kategorier og afhandlingen vil gå i dybden med værdiskabelse gennem corporate governance og de metoder samt problemstillinger der er relevante for problemformuleringen. Af denne grund vil afhandlingen afgrænses til corporate governance teorier og værktøjer som principal-agent problematikken, asymmetrisk information, gældens indflydelse, incitamentsaflønnning, ejerstruktur, ledelsesmodel samt bestyrelsens struktur. Der afgrænses således fra emner inden for corporate governance såsom Corporate Social responsibility, board behaviour, design of executive compensation, Code of conduct, samt andre typer af ejerskab

⁷ Cendrowski et al. (2012) s.5

⁸ Clarkson, Pathan og Tellam (2014) s. 245

end kapitalfondsejerskab samt børsnoterede selskaber. Desuden vil afhandlingen ikke behandle kulturspecifikke forskelle i corporate governance samt retningslinjer i de forskellige lande. Der vil dog gøres opmærksom på den typiske ejerstruktur og oftest benyttede ledelsesmodel i Danmark og USA.

I kapitel 5 analyseres også ledelsesmodellerne på et overordnet niveau. Yderligere vil der i analysen afgrænses til den gennemsnitlige kapitalstruktur ved opkøb af virksomhederne da gældens indflydelse er et centralt led i forretningsmodellen, mens gældsstrukturen ikke vurderes at være relevant for problemformuleringen.

Analysen vil fokusere på værdiskabelse i kapitalfonde, hvor udgangspunktet er et shareholder value perspektiv, men kapitel 6, som er et diskussionskapitel vil tillade ud fra en teoretisk indgangsvinkel at diskutere kapitalfondenes forretningsmodel ud fra bl.a. et stakeholder value perspektiv og langsigtet perspektiv. Afhandlingens afgrænsning betyder desuden at politiske emner, såsom kapitalfondenes påvirkning på beskæftigelsen ikke behandles. Afgrænsningens formål er at fremme en dybdegående analyse af det valgte materiale inden for rammebetingelserne som den eksisterende forskning og opgaven giver.

Da der eksisterer relativt lidt empiri om kapitalfondes corporate governance (Lerner og Guring, 2008) arbejdes der med begrænset eksisterende viden. Derfor forsøges at samle og analysere primært de eksisterende amerikanske samt danske analyser om kapitalfondes værdiskabelse gennem corporate governance. Dette skal tilsammen give en dybere indsigt i hvilke metoder kapitalfondene anvender for at skabe værdi i deres virksomheder gennem corporate governance. De eksisterende internationale undersøgelser og især de amerikanske er foretaget af anerkendte forskere hvor det antages at reliabilitet og datavaliditet er opfyldt.

Reliabilitet og datavaliditet uddybes nærmere i afsnittet kildekritik i kapitel. Af ovenstående grund vil forskernes anvendte metode ikke beskrives i dybden, men derimod vil metoden uddybes mere i de danske samt få udenlandske undersøgelser.

Kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris var de mest aktive kapitalfonde i Danmark i år 2008 baseret på antal virksomhedsopkøb. Det har ikke været muligt at finde nyere brugbare rapporter. Ud fra DVCA's årlige rapporter, kapitalfondenes hjemmesider og den danske presse vurderes det at de benyttede kapitalfonde stadig er meget aktive, har en sammenlignelig størrelse og udgør en stor del af aktiviteten på det danske marked. Rapporten af DVCA (2008) er anvendt og yderligere

analyserer undertegnede de 3 kapitalfondes bestyrelsesstruktur i deres virksomheder samt deres managementselskaber ud fra tilgængelige information gennem de sekundære kilder.

1.6 Kildekritik

Det er vigtigt at forholde sig kritisk over for den indsamlede empiri for at sikre reliabilitet samt validitet i afhandlingen.⁹ Resultater af empiriske undersøgelser kan være forskellige fra teorien og dette kan skyldes flere faktorer. Når udfaldet af resultater afviger fra teori vil mulige årsager samt sammenhæng blive diskuteret. Der skal gøres opmærksom på at flere analyser er foretaget på det amerikanske marked, og USA har en enstrengt ledelsesmodel i modsætning til Danmark som anvender en to-strengede ledelsesmodel. Det vurderes ikke at denne forskel påvirker resultaterne med undtagelse af effektiviteten af monitoreringen.

USA og Danmark er forskellige på koncentration i ejerstruktur. USA er kendetegnet ved en spredt ejerkreds og Danmark er kendetegnet ved et koncentreret ejerskab. To tredjedele af danske børsnoterede virksomheder har oftest en storaktionær som typisk har kontrollen over virksomheden.¹⁰ Af denne grund kan analyser foretaget på ejerstruktur afvige fra hinanden da disse to former for ejerskab er meget forskellige.

Flere studier fra det amerikanske marked er baseret på research fra public-to-private transaktioner hvilket formentligt skyldes data tilgængeligheden. De anvendte kilder omkring teorierne er videnskabelig litteratur fra lærebøger anvendt på CBS og forskningsartikler fra anerkendte pålidelige tidsskrifter som eksempelvis "The journal of finance. Disse kilder er peer -review'ed. Ikke helt uafhængige kilder er Danish Venture Capital and Private Equity Association, DVCA og muligvis kilder fra konsulenthuse.

Reliabilitet afhænger af hvor sikkert og præcist data måles således at andre kan komme frem til de samme resultater.¹¹ De statistiske undersøgelser vurderes til at have en høj reliabilitet da både data og metoden er dokumenteret. I egen research af porteføljevirkomheders bestyrelser samt managementselskaberne dokumenteres data, metode og datakilder i kapitel 5 samt i bilagene. Dette skal sikre at andre kan komme frem til de samme resultater som undertegnede.

For at sikre validitet i afhandlingen er de fleste undersøgelser baseret på anerkendte metoder. Data vurderes at være pålideligt, idet det forsøges at tjekke de samme data gennem flere forskellige

⁹ Andersen (2009) s. 83

¹⁰ Thomsen og Conyon (2012) s. 290-291

¹¹ Andersen (2009) s. 83

pålidelige og uafhængige kilder. Forklaringer på analysernes afvigelser vil blive inddraget ud fra et teoretisk udgangspunkt.

Det vurderes at den videnskabelig litteratur har en høj validitet samt reliabilitet og sammen med forskernes empiriske undersøgelser, egne og andres undersøgelser bør dette tilsammen give opgaven robusthed samt relevans.

I afhandlingen anvendes både ældre empiriske undersøgelser, som eksempelvis effekten af incitamentsaflønning på performance, men også nyere undersøgelser om eksempelvis bestyrelsesstrukturens mulige indflydelse på performance. Der er forsøgt at anvende de nyeste undersøgelser inden for hver teori. Hvor nyere undersøgelser ikke eksisterer er fokuseret på undersøgelser der stadig har relevans i forhold til kapitalfondenes forretningsmodel samt de corporate governance metoder, som anvendes for at skabe værdi. Eksempelvis kan nævnes undersøgelser omkring incitamentsaflønning i kapitalfonde. Her vurderes det at effekten ikke har ændret sig, omend størrelsen på incitamentsaflønning muligvis har siden begyndelsen af kapitalfondenes forretningsmodel i 1980'erne samt 1990'erne. For at understøtte ovenstående argument inddrages i diskussionsafsnittet 6.4.1 Roses analyse om effekten af incitamentsaflønning i danske børsnoterede virksomheder som beviser, at værktøjet i nyere tid stadig har indflydelse på performance. Ud fra teori, de forskellige kvantitative og kvalitative analyser samt multiple case studies anerkendes at kapitalfondenes corporate governance metoder stadig anvendes og har en effekt på værdiskabelse, selvom de ikke har samme nyhedsværdi, som i 1980'erne. Ovenstående kan være forklaringen på at der eksisterer forholdsvis lidt nyere empiri om kapitalfondenes forretningsmodel, men også data tilgængeligheden kan begrænse udvikling i forskningen om corporate governance i kapitalfonde. Det vurderes at de anvendte analyser giver et indblik og en god forståelse af kapitalfondenes måde at skabe værdi på i deres virksomheder.

2. Hvad er kapitalfonde og LBO modellen?

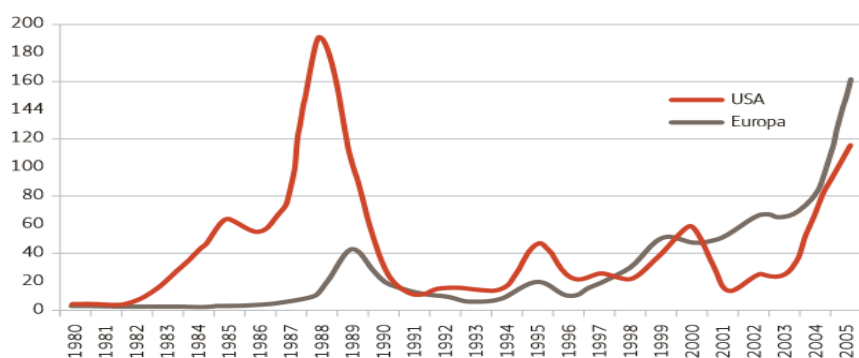
Kapitalfonde kan på overfladen beskrives som konglomerater der investerer i ”unrelated” businesses, men adskiller sig i strukturen og opkøbsfinansieringen. Kapitalfonde investerer i en diversificeret portefølje af virksomheder og styrer deres virksomheder uafhængigt af hinanden. Deres investeringer er ikke altid motiveret af synergifordele, men en intention om at skabe værdi i target-virksomheden.¹² Kapitalfonde beskæftiger sig professionelt med opkøb af virksomheder og deres mål er at omstrukturere virksomhederne, øge deres konkurrenceevne og gøre dem mere

¹² Gottschalg og Berg (2005) s.3

rentable.¹³ Gennem branchekonsolidering kan synergieffekter på salgs- og omkostningssiden opnås således at det kan give markedsfordele i form af stærkere positionering samt stordriftsfordele. Kapitalfondenes opkøb af virksomheder er kendetegnede ved at købesummen finansieres ved en relativ stor fremmedkapitalandel fra bl.a. banker og finansieringsinstitutter fremfor egenkapital, hvorfor denne type virksomhedsovertagelse kaldes Leveraged Buyouts (LBO).

En LBO-overtagelse er en gearet investering, hvor der opkøbes for lånte penge og andelen af gearingen afhænger af virksomhedens evne til at generere fremtidige cash flows. De fremtidige cash flows skal kunne servicere både gælden til långivere og egenkapitalejerne. Kapitalstrukturen kan afhænge af branchen, men afhænger primært af virksomhedens indtjeningsvolatilitet samt sandsynligheden for, hvor hurtig ejeren kan træde til med kapital.¹⁴

Figur 1: Markedsværdien i mia. USD af buyout-investeringer i USA og Europa 1980-2006.¹⁵



Kilde: DVCA (2007)

Ovenstående graf viser markedsværdien af buyouts for både USA og Europa i perioden 1980-2006. I USA kulminerer udviklingen i år 1988, med en samlet værdi på 185 mia. dollars, og den positive udvikling vender grundet 2 overordnede økonomiske årsager. Den ene årsag er at markedet for risikofyldte virksomhedsobligationer (Junk bonds) kollapser. Den anden årsag er at USA befandt sig i en recession som tilsammen med Golfkrigen skabte usikkerhed i de finansielle markeder og satte begrænsninger for investeringer i risikovillig kapital. Som grafen viser starter aktiviteten i Europa først i slutningen af 1980'erne og først omkring år 2001 starter den stigende aktivitet for

¹³ Spliid (2007) s. 33

¹⁴ Spliid (2007) s. 25 og 29.

¹⁵ DVCA (2011) s. 25.

begge kontinenter, hvilket primært skyldes den positive makroøkonomiske udvikling og for Europa gælder ikke mindst integrationen af de europæiske økonomier.¹⁶

2.1 Investeringer og kapitalfondes levetid.

Kapitalfonde investerer i modne virksomheder som har stabile cash flows, mindre gearing og uudnyttede potentialer. De fleste kapitalfonde anvender en LBO-fremgangsmåde og kapitalfondenes investering i virksomhederne varer oftest 3-7 år, holding-perioden. Kapitalfondenes virksomheder kaldes for porteføljevirkomheder og oftest køber kapitalfonden aktiemajoritet i porteføljevirkomheden for at opnå den fulde kontrol. Hvis det er en børsnoteret virksomhed bliver den oftest afnoteret, den går fra public-to-private.¹⁷ I Danmark har public-to-private transaktioner udgjort ca. 20% af samtlige virksomhedssalg i perioden 1998-2004.¹⁸

Inden for ovenstående holding-periode skal kapitalfonden foretage en gennemgribende omstrukturering af porteføljevirkomheden for at skabe værdi som er altafgørende for at kapitalfonden kan realisere sit forventede afkast, når den skal sælge porteføljevirkomheden videre. Kapitalfondenes investorer, også kaldet Limited Partners, kræver et højere afkast sammenlignet med investeringer i børsnoterede selskaber da investeringen i kapitalfonde er mere risikabel grundet en relativ højere gearing, samt at investeringen er illikvid. Gearingen skyldes gældsandelen og illikviditeten skyldes at det kan være udfordrende at komme af med investeringen, da investorerne forpligter sig under fundraising perioden, således at kapitalfonden kender deres maksimale beløb. Aktivklassen betragtes som alternativ og kapitalen er tilsagnskapital. Kapitalen ”kaldes” når investeringen skal gennemføres og betales i takt med gennemførelsen af investeringerne. Dette giver kapitalfonden en stor fleksibilitet og samtidigt sparer det kapitalfonden for et afkast til investorerne i ”venteperioden”.¹⁹ Investorerne i kapitalfonde er i langt overvejende grad professionelle investorer fra finanssektoren som eksempelvis pensionskasser og forsikringsselskaber. Andre investorer er ”funds of funds”, velhavende personer, familier eller fonde.²⁰

¹⁶ Ibid

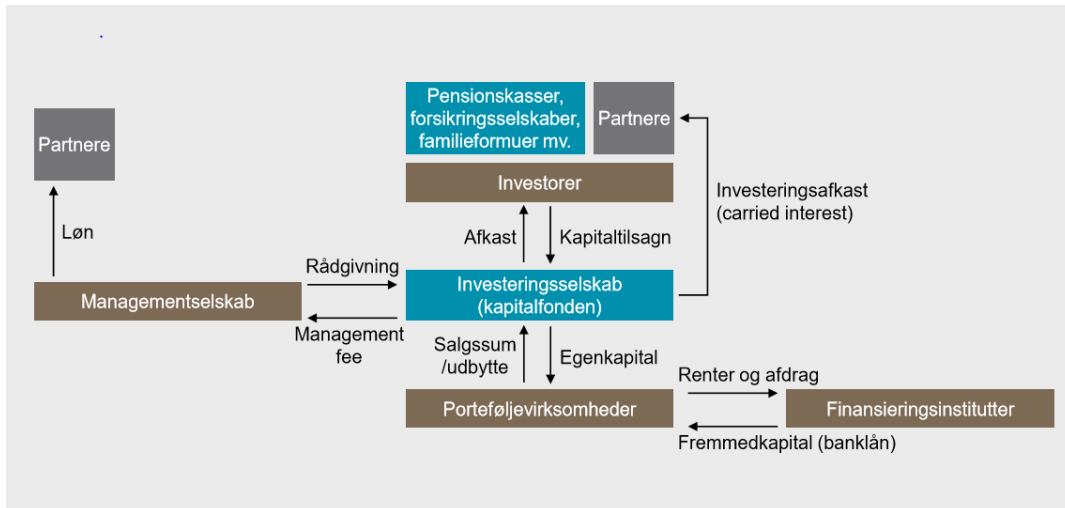
¹⁷ Andersen og Melander (2007) s. 20

¹⁸ ATP’alpha (2006) s. 2. Se bilag 1 figur 1.

¹⁹ Spliid(2007) s. 36.

²⁰ DVCA (2011) s. 12. Se bilag 1. figur 2 oversigt over investorerne i Danmark og Europa

Figur 2. Kapitalfondes organisering.



Kilde: DVCA

Figuren viser kapitalfondes organisering, hvor investeringsselskabet (kapitalfonden) kan ”kalde” investorernes tilsagte kapital. Kapitalfonden opkøber porteføljevirksomheden med egenkapitalen fra investorer og fremmedkapitalen fra finansieringsinstitutter. I takt med at porteføljevirksomhederne sælges og investeringerne realiseres modtager investorer et relativt højt afkast.

Managementselskabet er de ansvarlige for investeringerne og deres aflønning består af et fast management fee og en performance afhængig carried interest, som vil blive beskrevet og analyseret nærmere i afsnit 2.3.3.

En kapitalfond er i modsætning til en virksomhed ikke en going concern, men har en afgrænset levetid som oftest er på 10 år, hvilket også vil være investeringshorisonten for investoren.

Investeringsselskabet (kapitalfonden) ejer oftest en portefølje på 10-15 virksomheder.

Kapitalfondens levetid kan opdeles i fire faser som består af følgende:

1. Organization/Fundraising	2. Investment	3. Management	4. Harvest.
-----------------------------	---------------	---------------	-------------

I første fase skaffes kapitalen gennem investorerne og strategien fastlægges. I anden fase foregår selve akkvisitionen og i tredje fase ledes porteføljevirksomheden. Her finder ekspansion,

optimering samt evt. udskiftning af ledelsen sted. I fjerde fase, harvest, er realiseringen af investeringens afkast i fokus inden at kapitalfonden likvideres.²¹ Når kapitalfonden når exit-fasen oprettes ofte en ny kapitalfond, som eksempelvis Axcel I, Axcel II, Axcel III og managementselskabet (kapitalfonden) er således en gentagen spillere i LBO-markedet.

2.2 J-Kurven og afkast

Den typiske profil for udviklingen i værdien af en kapitalfond illustreres gennem en J-Kurve, og denne beskriver likviditetsforløbet set ud fra investors synsvinkel. I de første fem år trækkes inden for investeringstilsagnet indtil det maksimale beløb er investeret. I løbet af kapitalfondens levetid sælges porteføljeselskaberne således at investors investering returneres i takt med salget af porteføljeselskaberne.²² Investorer bekymrer sig ikke over at afkastet fra første rundes investering ”spildes” i andre runder, da afkastet fra første investering tilbagebetales til investorerne.²³

Afkastet varierer fra transaktion til transaktion, men porteføljevirkomhedernes afkast ligger oftest på en årlig forrentning målt ved en intern rentefod (IRR) på 20-25%. ATP Private Equity Partners (ATP PEP) har undersøgt afkastet af 59 afsluttede kapitalfondsinvesteringer gennemført på det danske marked som er foretaget af 11 kapitalfonde i perioden 1990 til 2006.²⁴ Afkastet lå i gennemsnittet på 37% p.a. før management fee samt carried interest og 29% fratrukket disse omkostninger. Kapitalfondes investeringer kan også måles gennem penge multipler som er defineret ved, hvor mange gange den investerede kapital er blevet returneret. En multiple på 2,5 betyder, at investeringen med en egenkapital på 100 er steget til 250 i løbet af den periode, hvor kapitalfonden har været medejere af virksomheden.²⁵

2.3 Exit-strategier

Kapitalfonde er resultatorienterede og når porteføljevirkomheden skal sælges er der følgende tre mulige exit-strategier:

- 1) Trade sales.
- 2) Secondary Buyout.
- 3) Initial Public Offering (IPO eller SIPO).

De tre mulige exit-strategier består af at sælge virksomheden gennem et trade sale dvs. til en strategisk køber også kaldet salg til industrien, som enten har synergi på salgs- eller

²¹ Cendrowski et al (2012) s. 7. Se bilag 2 figur 3 for stadierne.

²² Spliid (2007) s. 37 og se bilag 2 figur 4 for graf af J-kurven

²³ Brealey, Myers og Allen (2011) s. 863

²⁴ ATP PEP er grundlagt i 2001 og er en af Europas største institutionelle investorer i kapitalfonde.

²⁵ DVCA (2011) s. 41

omkostningssiden. Den anden mulighed er at sælge til en finansiel køber dvs. en anden kapitalfond, som kaldes Secondary. Dette opstår eksempelvis hvis kapitalfonden nærmer sig harvest fasen og derfor skal afvikle sine porteføljevirkksomheder. Den tredje exit-mulighed er at børsnotere virksomheden gennem en Initial Public Offering (IPO) eller evt. en Secondary offering (SIPO), som er en børsnotering for anden gang.

2.3.1 Faktorer som påvirker exit-strategien.

Exit-strategien er forbundet med stor risiko og afhænger af flere faktorer. Ved første exit-mulighed skal kapitalfonden finde en mulig strategisk køber som interesserer sig for virksomheden. Denne exit er den mest hyppige og har i perioden 1970-2007 udgjort i gennemsnittet 38% af alle exits i globale buyout transaktioner. I analysen om global kapitalfonds transaktioner udgør USA den største andel af samlede opkøb baseret på 17.171 buyouts. Analysen viser også at 54% af 17.171 opkøb ikke er frasolgt i november 2007.²⁶ Ved en Secondary buyout skal den overtagende kapitalfond kunne se potentiale i at videreudvikle virksomheden og denne exit-strategi har udgjort ikke mindre end 24% på det globale marked i samme periode og har været stigende på det danske marked. Et eksempel på en Secondary buyout er medicinselskabet Nycomed, som har været ejet af Nordic Capital i år 2000, solgt til Blackstone og CSFB Private Equity i år 2002 og overtaget igen af Nordic Capital i år 2005.²⁷

Sidste exit-mulighed er at børsnotere virksomheden og dette afhænger bl.a. af børsstemningen i markedet samt efterspørgsel på virksomheden.²⁸ IPO har udgjort 14% på det globale marked i pågældende periode og de resterende 24% har været fordelt på konkurser (6%) og management buyouts samt manglende oplysninger om exits.²⁹ En Management Buyout, MBO, er defineret ved at selskabet opkøbes sammen med den eksisterende ledelse og beskrives nærmere i næste afsnit. Exit-strategien har indflydelse på salgsprisen og dermed værdiskabelsen, men antal købere vil alt andet lige også påvirke prisen. At udsætte en exit kan være dyrt for kapitalfonden da denne skal leve op til en relativ høj årlig forretning, men timingen af exit kan opveje for de ekstra omkostninger til investorerne.

²⁶ Kaplan og Strömberg (2009) s. 129. Se bilag 3 figur 5 og 6.

²⁷ www.pharmadanmark.dk

²⁸ Spliid (2007) s.36

²⁹ Kaplan og Strömberg (2009) s. 9-10

2.3.2 Managementselskabet som værdiskaber

Managementselskabet (Investeringselskabet) udgør selve kapitalfonden og denne ejes af erfarne personer inden for kapitalfondsinvesteringer. Institutionelle investorer uddelegerer monitor- jobbet til de mest kvalificerede managementselskaber. Det er managementselskabet, som har ansvaret for den tilsagte kapital, at identificere potentielle virksomhedsinvesteringer og samtidigt har ansvaret for den overordnede strategi i virksomhederne, som opkøbes. De ansatte i managementselskabet deltager som investorer i investeringselskabet og dette sikrer investorerne et tilstrækkeligt stort økonomisk engagement samt, at alle har de samme økonomiske interesser. Det er managementselskabet som er den reelle værdiskaber i porteføljevirkomheden.

Kapitalfonden foretrækker at investere sammen med ledelsen, da ledelsens viden samt erfaring er vigtig og med til at mindske kapitalfondens risiko.³⁰ Som nævnt i sidste afsnit kaldes den ovennævnte investering for en MBO. Den eksisterende ledelse får tildelt aktier, og bliver således medejer i porteføljevirkomheden. En MBO appellerer til topledelsen på grund af en større potentiel belønning for at være medejer fremfor at være vilkårligt ansat og i kapitel 4 vil MBO-overtagelser blive analyseret i forhold til værdiskabelse gennem minimering af principal-agent problematikken og asymmetrisk information samt betydning af aktietildeling.

2.3.3 Managementselskabets aflønning

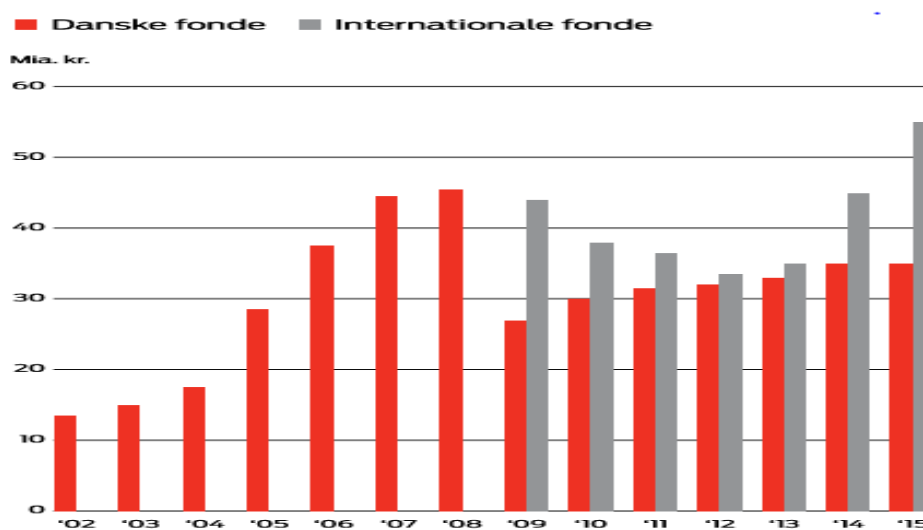
Managementselskabet, også kaldet General Partners (GP), forvalter den tilsagte kapital og modtager et fast forvaltningshonorar, det såkaldte management fee på 1-2% af fondens samlede kapital. Derudover modtager managementselskabet en carried interest, som er kapitalfondens incitamentsprogram og er performance afhængigt. Denne udgør ca. 20% af merafkastet, hvis der skabes et afkast større end basis afkastet (hurdle rate) på 8% af den samlede kapital (inkl. omk.), som er investorernes afkast.³¹ Dvs. når investeringen genererer mere end basis afkastet på 8% belønnes managementselskabet og genereres mindre end 8% modtager kapitalfonden det faste management fee. Kapitalfondenes incitamentsaflønning har til formål at sikre interessensammenfald mellem investorerne (principalen) og managementselskabet (agenten), hvilket også praktiseres i høj grad i porteføljevirkomhederne. Carried interest kan betragtes som en ”call option” der giver managementselskabet en upside uden et ”loft” (cap) med porteføljeselskabet som det underliggende aktiv. Dette giver managementselskabet incitament til at påtage sig risiko.

³⁰ Spliid (2007) s 36 og s. 42

³¹ DVCA (2011) s. 16

Kapitalfondens tilsagte kapital er en betydelig størrelse og derfor udgør incitamentsaf lønning også en vigtig motivationsfaktor i kapitalfonde. Forretningsmodellen er af relativ lav risiko for kapitalfonden og høje belønningsmuligheder for både kapitalfonden og dens partnere.³²

Figur 3: Tilsagt kapital i Danmark i perioden 2002-2015 og international fondes investeringer i Danmark i perioden 2009-2015.



Kilde: DVCA (2015/2016).

Grafen viser kapitalfondenes aktivitetsudvikling i Danmark for perioden 2002-2015. Kapitalen som forvaltes har været stigende og følger samfundskonjunkturen. Data inkluderer ikke fonde af fonde og data over de udenlandske fonde er deres egne angivelser til konsulenthuset Deloitte.³³

2.4 Kapitalstrukturens betydning for værdiskabelse.

I en LBO-transaktion finansieres værdien af virksomheden med relativ høj fremmedkapital og en mindre egenkapital. Kapitalstrukturen er forholdet mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen og virksomhedens kapitalomkostninger afhænger af afkastkravet til egenkapitalen samt långivernes. Kreditorerne betjenes før aktionærerne og har oftest sikkerhed i porteføljevirkomheden hvilket normalt gør fremmedkapitalen billigere end egenkapitalen.

Når virksomheden geares vil risikotillægget stige og dermed vil afkastkravet til egenkapitalen også stige.³⁴ I lavkonjunktur kan der lånes til lavere renter hvis de finansielle institutioner er villige til at

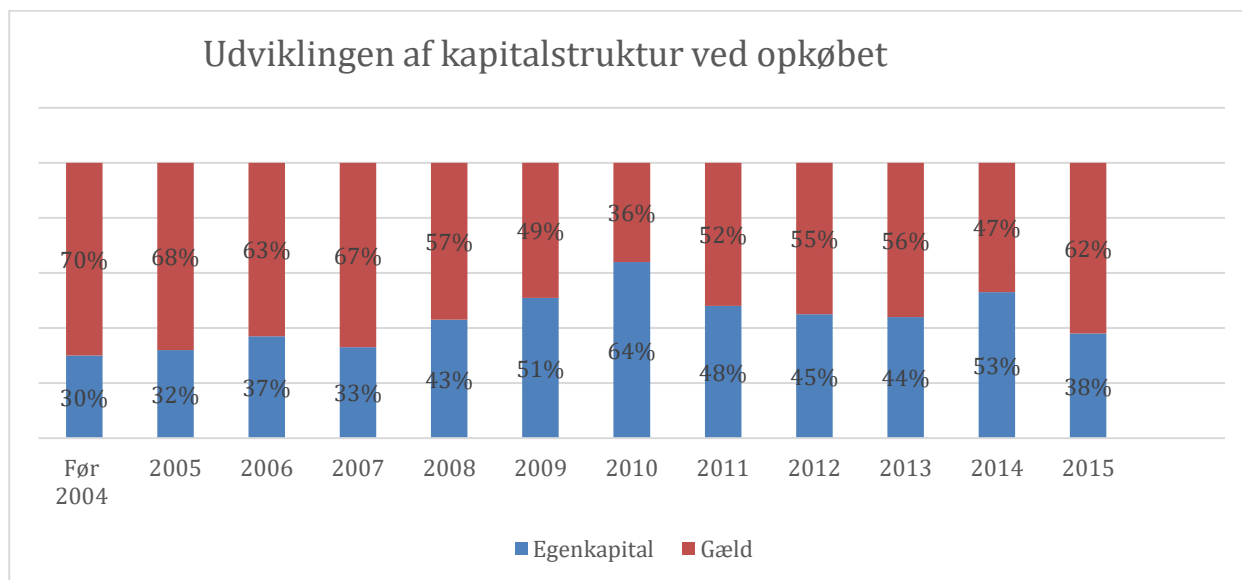
³² Appelbaum og Batt (2015) s. 19

³³ DVCA (2015/2016) s. 6.

³⁴ Brealey, Myers og Allen (2011) s. 453

udlåne, og dermed opnås lavere kapitalomkostninger. Kapitalfondene kan få fradrag på renteomkostningerne hvilket beskrives nærmere i afsnit 3.3.

Figur 4. Kapitalstrukturens udvikling i perioden 2004- 2015.³⁵



Kilde: DVCA (2015). Gæld og egenkapitalandel ved købstidspunktet.

Grafen viser at kapitalstrukturen har udgjort mest af fremmedkapital frem til år 2008. Fem til år 2004 bestod opkøbene af 70% fremmedkapitalen og kun 30% egenkapitalen. Fra 2009 begynder egenkapitalandelen at udgøre mere men falder igen i 2011. I 2015 udgjorde egenkapitalandelen i gennemsnittet 38% hvilket muligvis skyldes, at lånemarkedet er igen begyndt at opnå mere op for LBO-transaktioner efter finanskrisen. Egenkapitalen skal anvendes til at kunne dække markedsbestemte udsving i indtjeningen og dække tab som følge af fejlagtige ledelsesbeslutninger.³⁶ Lånefinansiering er en vigtig faktor for kapitalfondes forretningsmodel, og kapitalfonde kan reducere egenkapitalen ved at udbetale et ekstraordinært udbytte eller re-kapitaliserer kapitalstrukturen kontinuerligt. Dette kan opnås ved at optage yderligere gæld, hvis porteføljevirkomhedens cash flow udvikler sig positivt.

³⁵ DVCA (2015/2016) s. 9.

³⁶ Spliid (2007) s. 26-27.

2.4.1 Risici i forbindelse med gældsoptagelse

Gældsoptagelse er centralt i kapitalfondenes forretningsmodel, og i finansiel teori er risiko og afkast positivt korreleret hvilket også afspejles i det forventede afkast på 20-25%. Flere faktorer er reflekteret i det forventede afkast så som tidshorisonten type af investering og omkostningerne forbundet med investeringen, som eksempelvis til managementselskabet.

Modigliani og Miller (1958) udkom med deres berømte teori i Proposition 1, hvor virksomhedens markedsværdi er uafhængig af valg af kapitalstruktur, hvilket betyder at værdien af virksomheden er den samme med og uden gæld.³⁷ Teorien udvides og i 1963 udkom Modigliani og Millers Proposition 2, hvor skatteskjoldet får en betydning og bliver lagt til værdien af virksomheden.³⁸ Dette skyldes at renterne på gælden er fra fradragsberettiget, hvilket spiller en vigtig rolle i værdiskabelse og ikke mindst i kapitalfondes opkøb af porteføljevirkomheder. Med en øget gearing stiger risikoen for ”financial distress” og konsekvenserne af ”økonomisk stres” er at virksomheden går konkurs. Trade-off teorien beskriver den optimale kapitalstruktur hvor der er en balance mellem den positive effekt af yderligere udnyttelse af skatteskjoldet og den negative effekt af stigning i konkursomkostninger.³⁹

Kapitalfonde kan bringe virksomheden op i en liga som gør den interessant for en køber efter holding-perioden, men de begår også fejl i deres investeringer, og hvis de ikke opnår deres forventede afkast kan følgen deraf blive frasalg af porteføljevirkomheder med tab. En relativ høj gældsandel i porteføljevirkomhederne medfører at kapitalfondene gennem deres corporate governance styrer porteføljevirkomhedernes likviditet meget stramt, motiverer ledelsen gennem incitamentsaflønning og optimerer porteføljevirkomhederne. Ulempen med relativ høj gældsandel er at når uventede situationer opstår som eksempelvis negative ændring i makroøkonomiske faktorer og faldende efterspørgsel på markeder og produkter, så skader gælden mere end den skaber værdi.

2.4.2 Risikable investeringer som ikke levede op til forventningerne

Der findes kapitalfonde og flere danske porteføljevirkomheder som af flere årsager ikke har været gode investeringer. Incentive (1967-2004) er et eksempel på en kapitalfond på dansk platform som udviklede sig til et konglomerat af indbyrdes synergiløse virksomheder uden exit-strategier. I

³⁷ Modigliani og Miller (1958) s. 268.

³⁸ Se bilag 4 figur 7 for forklaring.

³⁹ Myers, Brealey og Allen (2011) s. 475. Se bilag 4 figur 8 for optimal kapitalstruktur.

Incentive lykkedes det ikke at motivere porteføljevirksohedernes ledelse til at blive medejere.⁴⁰ Tidligere Incentive koncerndirektør, Christian Frigast, har siden 1994 og før Incentives konkurs stiftet kapitalfonden Axcel samt de efterfølgende kapitalfonde Axcel II, Axcel III og Axcel IV.⁴¹ Axcel kapitalfonden er en af de mest aktive kapitalfonde og har haft succeser som børsnoteringen af Pandora og fiaskoer som salget af møbelkæderne Idémøbler samt Ilva.⁴² Andre danske porteføljevirksoheder som eksempelvis Osteometer, Fona, EET Nordic og Løgstør Rør, er eksempler på porteføljevirksoheder, som er blevet frasolgt med tab. Af konkurser kan nævnes OW Bunker som kun nåede at være børsnoteret i 6 måneder og var ejet (36%) af kapitalfonden Altor. Af flere årsager lykkedes det ikke altid at vende en negativ udvikling, og i sidstnævnte eksempel skyldtes konkursen muligvis manglende hedging som kan være et ledelsesansvar. For kapitalfonde er ledelsen et betydeligt parameter, men branchen kan også være afgørende for værdiskabelse. Flere kapitalfonde oplever at ledelsen ikke besidder de rigtige kompetencer for at videreudvikle virksomheden. Ledelsens betydning for succes vil blive analyseret i kapitel 4.⁴³

2.5 Kapitalfonde i Danmark

Den første kapitalfond, Nordic Private Equity Partners, etableres ca. et årti (1990) efter udviklingen i kapitalfonde i USA. Tilsagnet på den første kapitalfond udgjorde 165 mio. kr., hvilket er en relativt lille størrelse sammenlignet med de senere kapitalfonde. I Danmark er det først i forbindelse med overtagelserne af ISS, Falck og TDC i 2005 at kapitalfonde får et større fokus.⁴⁴

⁴⁰ DVCA (2011) s. 70 og forelæsning med Erik Balleby i faget køb og salg af virksomheder (2015) Cand. merc.

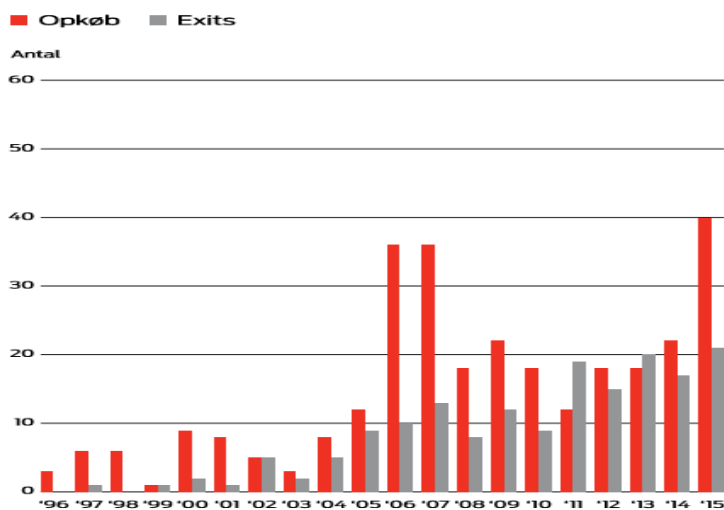
⁴¹ www.axcel.dk/fonde/overblik/

⁴² www.business.dk/navne/kapitalfondenes-konge

⁴³ DVCA (2011) s. 70-71 og s. 76

⁴⁴ Ibid s. 26

Figur 4. Antal opkøb og exits foretaget af samtlige kapitalfonde i Danmark 1996-2015.



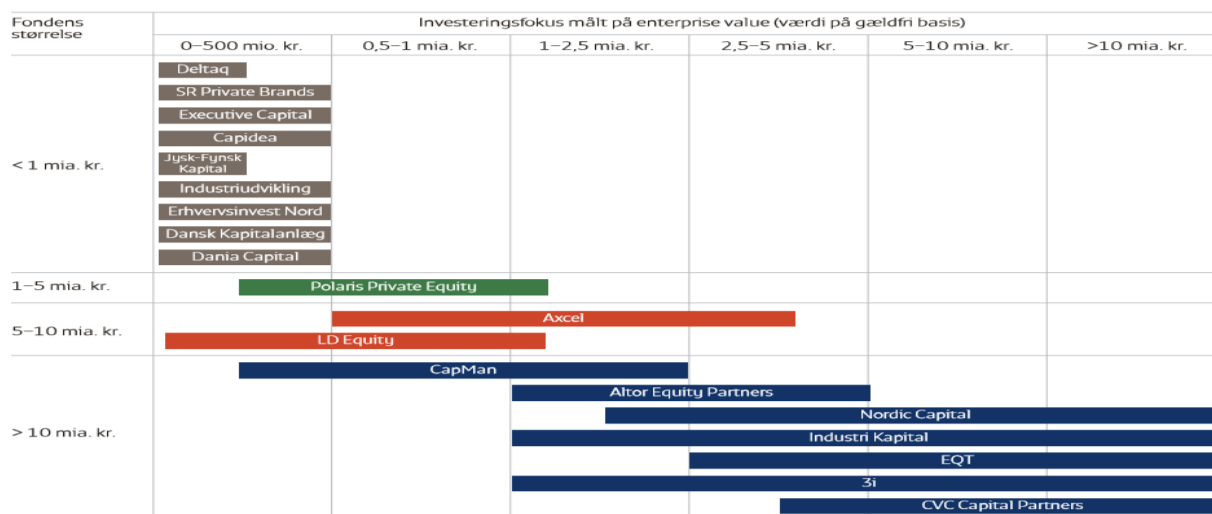
Kilde DVCA (2015/2016).⁴⁵

Grafen viser antal opkøb og exits foretaget af samtlige kapitalfonde i Danmark. De højeste aktivitetsniveauer af opkøb ses i 2006, 2007 og 2015. De fleste antal exits ses i perioden 2011-2015. I 2008 falder antal opkøb samtidigt med finanskrisen og siden år 2011 har antallet af opkøb været gradvist stigende og topper i år 2015.

Spillerne på det danske marked er både danske og internationale med eget kontor i Danmark. Der eksisterer mindre kapitalfonde som Capidea, de mellemstore som Axcel, Polaris Private Equity og Maj Invest Equity (tidligere LD Equity) til de større som EQT, CVC, Nordic Capital og Altor.

⁴⁵ DVCA (2015/2016) s.7.

Figur 5: Kapitalfondenes størrelse og investeringsfokus.⁴⁶



Kilde: DVCA (2011).

Tabellen viser at kapitalfondenes størrelse og størrelsen på target-virksomhederne varierer på det danske marked. De mindre fonde har mindre end 1 mia. kr. i tilsagt kapital, og de store fonde forvalter over 10 mia. kr. Størrelsen på target-virksomhederne stiger i takt med den forvaltede tilsagte kapital. Kapitalfonden LD Equity er den nuværende kapitalfond som opererer under navnet, Maj Invest.⁴⁷

2.5.1 Opkøb fordelt på de danske kapitalfonde og deres branchefokus.

Kapitalfondenes opkøb er vokset betydeligt og i perioden 1991-2008 har der været 192 opkøb. 146 af disse er foretaget efter år 2000, og nedenstående tabel til venstre viser antal opkøb fordelt på de mest aktive kapitalfonde i Danmark i perioden 1991-2008. Axcel har investeret i 31 opkøb hvilket svarer til ca. 16% af opkøbene i Danmark. De udenlandske kapitalfonde har foretaget 100 ud af 192 opkøb og de nordiske kapitalfonde har foretaget de resterende 41 opkøb. Ca. en tredjedel af opkøbene er foretaget af de tre mest aktive fonde i Danmark (2008), Axcel, Maj Invest og Polaris.⁴⁸

⁴⁶ DVCA (2011) s. 28

⁴⁷ Ibid s. 30

⁴⁸ Ibid s. 31

Tabel 1. Opkøb fordelt på kapitalfondene i perioden 1991-2008

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

Kilde: Egen tilvirkning baseret på DVCA (2011).

Tabel 1. viser at de fleste opkøb i perioden 1991-2008 er foretaget af kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris.

Tabel 2 viser kapitalfondens opkøb fordelt på brancher. De fleste opkøb er foretaget inden for fremstilling, service, handel og detail. I perioden 1991-2008 er 122 af opkøbene foretaget inden for fremstillingsvirksomheder. Fremstilling udgør over halvdelen af de samlede opkøb, og branchen er kendetegnet ved en stabil indtjening hvilket gør virksomheder i denne branche til mulige LBO-kandidater.⁴⁹

Tabel 2. Opkøb fordelt på i perioden 1991-2008 fordelt på brancher.

Branche	Antal	Andel (%)
Fremstilling	122	63,5%
Service	22	11,5%
Handel	19	9,9%
Detailhandel	12	6,3%
IT-udvikling	8	4,2%
Bygge og anlæg	4	2,1%
Transport	4	2,0%
Forskning	1	0,5%
Alle	192	100%

⁴⁹ DVCA (2011) s.30

2.5.2 Delkonklusion

Kapitalfonde investerer i porteføljevirkksomheder for at skabe værdi og deres tilsagte kapital samt aktivitet har været stigende på det danske marked. Managementselskabet som er den reelle værdiskaber skaber et afkast mellem 20-25% og tager både en fast management fee på 1-2% samt en carried interest på 20%, som afhænger af performance. Sidstnævnte skal sikre interessensammenfald mellem investorerne og managementselskabet samtidigt med at strukturen i incitamentsaflønnningen kan betragtes som en ”call option”. I et LBO-opkøb består kapitalstrukturen mest af fremmedkapital, og i år 2015 udgjorde egenkapitalen i gennemsnittet 38%.

Lånefinansiering er en vigtig faktor i kapitalfondenes forretningsmodel, men gearingen kan være risikabel og få store konsekvenser. Størrelsen på kapitalfondene varierer og der foretages investeringer fra millioner til over 10 milliarder. De mest aktive kapitalfonde på det danske marked målt på antal transaktioner i perioden 1991-2008 var kapitalfondene Axcels, Maj Invest og Polaris. Disse kapitalfonde har stået for ca. 1/3 af de samtlige kapitalfonds transaktioner i Danmark inden for brancherne; fremstilling, service, handel og detail.

3. Værdiskabelse i porteføljevirksomhederne

I dette kapitel introduceres de fire value drivers (kategorier); Corporate Governance, Value Capturing, Finance og Operationel. Corporate Governance teorier vil blive præsenteret; principal-agent problematikken, asymmetrisk information og agency costs. Derefter vil incitamentsafløkning og gældens betydning, som er centrale værktøjer i Corporate Governance blive introduceret. Value Capturing, Finance og Operationel vil blive belyst gennem teorier og både de tilhørende teorier samt empiri vil blive afdækket. Disse værdiskabelseskategorier analyseres i dette kapitel, mens Corporate Governance introduceres teoretisk. Eftersom sidstnævnte er afhandlingens hovedfokus, men forståelse af førstnævnte er en forudsætning for fyldestgørende afdækning af Corporate Governance i kapitel 4.

Motiverne bag opkøb og afnotering af børsnoterede selskaber er at skabe værdi og maksimere afkastet inden for holding-perioden. Kapitalfondenes værdiskabelse kan ske i følgende 3 perioder:⁵⁰

- 1) Opkøb
- 2) Holding
- 3) Exit

⁵⁰ Se bilag 5 figur 9 for oversigt value drivers samt perioderne.

Kapitalfondenes værdiskabelse beregnes som forskellen på egenkapitalværdien ved exit-året fratrullet egenkapitalværdien ved opkøbsåret, og defineres som følger:

$$\text{Kapitalfondenes værdiskabelse} = \text{Egenkapitalværdien, Årt+n} - \text{Egenkapitalværdien, Årt}^{51}$$

Ifølge Gottschalg og Berg (2005) defineres egenkapitalværdien som følger:⁵²

$$\text{Egenkapitalværdi} = \text{Valueringsmultiple} \times \text{Omsætning} \times \text{Margin-Nettogæld}.$$

Ændringer i egenkapitalværdien skyldes en ændring i mindst én af de fire ovenstående parametre. Ifølge flere teoretikere bl.a. Kaplan og Strömberg (2009) kan værdiskabelse ske inden for de tre kategorier Value Capturing (multiple), de primære samt de sekundære værdiskabelsesmetoder. Den primære kategori består af finansiel og operationel værdiskabelse og den sekundære kategori er Corporate Governance.⁵³ Corporate Governance er en sekundær værdiskabende kategori fordi den ikke måles direkte, men har en indirekte indflydelse på værdiskabelsen. I modsætning til Corporate Governance kan værdiskabelse i kategorierne Value Capturing, Finance og Operationel måles direkte.⁵⁴

3.1 Corporate Governance

Corporate governance er en sekundær værdiskabende kategori og garanterer ikke succes (Bull 1989), men kan støtte de primære værdiskabende faktorer. I indledningen blev corporate governance defineret som ”*The system by which companies are directed and controlled*” og corporate governance handler bl.a. om at lægge den retning virksomheden skal bevæge sig i, sætte mål, kontrollere og implementere målene (Thomsen & Conyon).⁵⁵

Værdiskabelse kan opnås gennem flere corporate governance mekanismer som eksempelvis minimering af principal-agent problematikken gennem anvendelse af incitamentsaflønning, optagelse af relativ stor gældsandel for at disciplinere ledelsen og styring af virksomheden gennem aktivt ejerskab.

3.1.1 Principal-agent problematikken

Fra et teoretisk perspektiv er det grundlæggende og vigtigste problem inden for corporate governance; Principal-agent problematikken. Den opstår på grund af separationen mellem principalen(ejeren) og agenten (lederen), Berle & Means (1932). Ejerne ansætter ledelsen til at

⁵¹ Formlen beregner forskellen på egenkapitalen i salgsåret (Årt+n) fratrullet egenkapitalen i købsåret (Årt).

⁵² Gottschalg og Berg (2005) s.7

⁵³ Kaplan og Strömberg (2009) s. 130

⁵⁴ Gottschalg og Berg (2005) s. 9

⁵⁵Thomsen & Conyon (2012) s. 4

handle på vegne af dem, men ejerne kan ikke sikre sig at ledelsen altid handler i ejernes interesse. corporate governance problematikken er ikke ny og Adam Smith, som kendte til det centrale corporate governance problem, skrev følgende i *Wealth of Nations*:⁵⁶

*“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. (...) Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”, Adam Smith (1776).*⁵⁷

I principal-agent teorien antages at der eksisterer asymmetrisk information, da det antages at agenten er bedre informeret og kender til sine egne evner, aktiviteter og hvad der foregår i virksomheden bedre end ejerne. Der differentieres mellem to typer af asymmetrisk information; adverse selection og moral hazard. Adverse selection er skjult information, og moral hazard er skjulte handlinger. Adverse selection opstår eksempelvis når kapitalfonde skal rekruttere en ny leder, da de ikke forhånd kender lederens evner og aktiviteter. Da kapitalfonde oftest rekrutterer gennem deres netværk vurderes denne type af adverse selection ikke at udgøre en udfordring for værdiskabelsen. Et typisk kapitalfonds adverse selection problem er at kapitalfonde beskyldes for at skabe værdi gennem insider information om target-virksomhederne, da de har et stort kendskab til markedet. Moral hazard består af skjulte handlinger og opstår eksempelvis når ledelsens aktiviteter i porteføljevirkomheden ikke kan observeres af ejerne. Nogle indikatorer kan observeres, men det meste af ledernes adfærd forbliver skjult.⁵⁸ MBO-overtagelser kan være et eksempel på moral hazard, da den eksisterende ledelse besidder en viden om porteføljevirkomheden som kapitalfonden evt. ikke kender til. Som følge heraf opstår der i forbindelse med principal-agent problematikken og asymmetrisk information agency costs, idet ejeren har behov for monitorering af agenten.

I kapital 4 vil empirien om kapitalfondenes værdiskabelse gennem minimering af principal-agent problematikken og værdiskabelse gennem mulig adverse selection i form af kapitalfondenes insider information og moral hazard i MBO’s blive analyseret.

⁵⁶ Thomsen & Conyon (2012) s.6.

⁵⁷ Ibid s. 5-6

⁵⁸ Ibid (2012) s. 21

3.1.2 Incitamentsaflønning

Incitamentsaflønning er ledelsens kompensation for at lægge stor energi i deres arbejde og kan bestå af en fast løn, bonus, betingede aktier og optioner. I USA er ledelsens incitamentsaflønning i de største virksomheder afhængig af virksomhedens performance og består mest af bonus samt aktieoptioner. I Europa udgøres aflønning mest af en fast løn og er således uafhængig af virksomhedens performance.⁵⁹ Formålet med ledelsens incitamentsaflønning er at skabe et interessesammenfald, motiveret af principal-agent problematikken, mellem ledelsen og virksomhedens ejere (Muphy, 1999). Incitamentsaflønningen er for at tiltrække, beholde og motivere talentfulde individer. Teorien antager en risikoneutral ejer og en ledelse som agerer ud fra egeninteresse. Interessesammenfaldet skal minimere principal-agent problematikken, og da ejerne ikke kan observere ledelsens handlinger til fulde opstår moral hazard. Et moral hazard eksempel kunne være en risikoavers administrerende direktør som undgår at investere i risikofyldte projekter, der har til formål at øge shareholder value, eller at den administrerende direktør udnytter nogle af virksomhedens services til egen fordel.⁶⁰ Denne handling kan ikke altid observeres og agency costs opstår, da ejerne (via bestyrelsen) monitorerer den administrerende direktør for at begrænse dennes aktiviteter hvor de muligvis afviger fra ejerens interesser. Generelt vil det være umuligt for såvel ejer som ledelse at sikre at ledelsen vil tage de optimale beslutninger set fra ejernes perspektiv uden omkostninger.⁶¹ Incitamentsaflønning har til hensigt at minimere principal-agent problematikken og incitamentsaflønning, som pålægger ledelsen personlig risiko som betingede aktier eller optioner, skal øge den individuelle motivation. I teorien har MBO-overtagelser hvor ledelsen får mulighed for at blive medinvestor, en positiv effekt på værdiskabelse. Dette skyldes at ledelsen får tildelt betingede aktier og således får ”hånden på kogepladen”. Medejerskabet har det formål at minimere principal-agent problematikken gennem interessesammenfald. I kapitel 4 undersøge, hvilken effekt MBO-overtagelser har i kapitalfonde ud fra Jensen og Meckling (1976) convergence-of-interest hypotese. Desuden vil størrelsen af aktietildelinger blive analyseret.

3.1.3 Gæld og empire building.

Gælden i kapitalfondes opkøb blev introduceret i kapitel 2 og denne er vigtig for værdiskabelsen. Dette skyldes ikke kun værdiskabelse gennem skatteskjoldet, men at gældsoptagelse i forbindelse

⁵⁹ Thomas og Conyon (2012) s. 57

⁶⁰ Ibid s. 179

⁶¹ Jensen og Meckling s. 308

med et LBO-opkøb er kernen i forretningsmodellen. Michael Jensen (1989), Jensen, mener at LBO-opkøb skaber værdi gennem høj gearing og stærke incitamenter. Høj gearing skaber et pres på ledelsen til ikke at spille penge på dårlige investeringer da der både skal afdrages og betales renter på gælden. En beholdning af et for stort free cash flow leder til empire building og derfor kan gælden disciplinere samt kontrollere ledelsen. Empire building er en principal-agent konflikt, da ledere oftest foretrækker at arbejde for større virksomheder af hensyn til personlig prestige. Desuden er ledelsens aflønning positivt korreleret med virksomhedens størrelse.⁶² Høj gearing kan løse konflikten ved at lægge et pres på ledelsen til kun at acceptere positive NPV-investeringer. I stedet for at destruere værdi med den overskydende likviditet på urentable investeringer, så kan gearing maksimere shareholder value.⁶³ Det free cash flow er den likviditet som er tilgængelig efter overskuddet fra de positive nutidsværdi investeringer (NPV) tilbagediskonteret med den relevante diskonteringsrente.

I kapitel 5 vil ovenstående teori om gældens betydning for værdiskabelse blive sammenlignet med Vintens empiriske analyse som er foretaget på de danske porteføljevirkomheder.

Ifølge Jensen bør man se positivt på gældsoptagelse i en LBO da det skaber forandring i den overordnede strategi samt i virksomhedens struktur. Når virksomheden har svært ved at imødekomme sine forpligtelser fra kernerdriften vil ledelsen være presset til at skabe forandring således, at porteføljevirkomheden eksempelvis frasælger dele af virksomheden (spin off) for derefter at fokusere på færre strategiske business units (SBU). Jensen ser ikke ulemper i meget gæld og i tilfælde, hvor virksomhederne ikke kan overholde sine covenants, vil det bringe nye aktører på scenen, motivere en ny gennemgang af topledelsen samt strategien. Skulle virksomheden ikke kunne overholde sine covenants og senere gå konkurs grundet gearing, virker gælden som en bremse på ledelsens fejltagelser. Ledelsen kan have destrueret meget værdi over længere perioder, men med gæld bremses der op for endnu mere værdidestruering.⁶⁴ Porteføljevirkomhederne kommer i vanskeligheder, men ender oftest ikke i konkurs, da kapitalfonden udskifter ledelsen inden for kort tid. Fra afsnit 2.3.1 viser statistikken at i gennemsnittet på det amerikanske marked i perioden 1970-2007 går 6% af porteføljevirkomhederne konkurs (default). Jensen mener at LBO-overtagelser ikke kun skaber forandring gennem gælden, men at LBO-overtagelser er et samfundsgode. Dette skyldes at de eksisterende ressourcer udnyttes maksimalt da det forventes, at

⁶² Thomsen og Conyon (2012) s. 18-19

⁶³ Brav, Graham, Harvey og Michaely (2003) s.21.

⁶⁴ Jensen (1989) s. 67

kapitalfonden som overtager porteføljevirkomheden vil kunne få mere ud af ressourcerne end tidligere ejere.⁶⁵ I afsnit 3.4 vil den eksisterende empiri om hvordan kapitalfonde reducerer kompleksiteten i porteføljevirkomhederne og som følge deraf fokuserer på sin core business efter en LBO-overtagelse, blive analyseret.

3.1.4 Aktivt ejerskab

Ejerskab har ikke en automatisk indflydelse på virksomhedens ageren, men skal udøves og dette kan gøres mere eller mindre intelligent. Jensen definerer aktivt ejerskab som følgende;

*”Investorer, som har en stor egenkapitalandel eller en gældsposition, som sidder i bestyrelsen, monitorerer, afskediger ledelsen, er involveret i langsigtede strategier i virksomheder som de investerer i og nogle gange leder virksomheden selv”.*⁶⁶

Passive ejere, som institutionelle ejere, er ikke direkte involveret i virksomheden og uddelegerer ansvaret til andre ejere eller til ledelsen. Andre ejere er passive ved at de ikke benytter sig af deres stemmerettigheder til generalforsamlinger. Nogle ejere er mere aktive og hvis de ikke selv er med til at lede virksomheden, sidder de i bestyrelsen eller påtager sig rollen som monitor til generalforsamlingen. Det aktive ejerskab er ikke altid bedre set fra et shareholder perspektiv og nogle gange er det bedre, når ejeren holder sig på afstand og ikke involverer sig direkte i virksomheden. Graden af hvor meget ejeren skal involvere sig i virksomheden kommer an på ejerens kompetencer samt ressourcer. De kan også vælge at ansætte professionelle bestyrelsesmedlemmer samt en professionel ledelse.⁶⁷ I afsnit 4.2 vil den professionelle ledelse som kapitalfondene uddelegerer noget af ansvaret til, blive undersøgt. Dette er bl.a. ledelsens uddannelsesbaggrund samt erfaring. Yderligere faktorer af relevans for forskelligheder i kapitalfondes performance analyseres også.

3.2. Value Capturing

Værdiskabelse gennem værdikapring handler om en køb billigt og sælg dyrt strategi, hvilket kan betragtes som finansiel arbitrage. Strategien har ikke en relation til corporate governance, operationelle eller den finansielle kategori. Value Capturing afhænger eksempelvis af markeds valuation multiple hvor multiple for sammenlignelige virksomheder anvendes. Eksempelvis kan

⁶⁵ Jensen (1991) s 22 Anvendes i faget køb og salg af virksomheder (2015) Cand. merc.

⁶⁶ Jensen (1989) s. 65

⁶⁷ Thomsen og Conyon (2012) s. 134

Enterprise value/EBITDA valuation multiple anvendes hvor prisen for virksomheden derfor vil afhænge af den faktor man ganger indtjeningen (EBITDA) med.⁶⁸

Guo et al. (2007) samt Acharya og Kehoe (2008) har undersøgt værdiskabelse gennem Value Capturing på det amerikanske marked, og deres resultater viser at i post-1980'erne skabte public-to-private transaktioner en beskeden værdi gennem operationelle tiltag, men genererede store afkast, da kapitalfonde har været i stand til at købe billigt og sælge dyrt. Bargeron, Schlingemann, Stulz, og Zutter (2007) er igennem deres undersøgelse kommet frem til, at kapitalfonde betaler lavere præmier sammenlignet med børsnoterede selskaber, når de opkøber virksomheder. Ifølge Kaplan & Strombergs (2009) undersøgelse så er kapitalfonde i stand til at identificere undervurderede virksomheder. Alternativt kan deres resultater indikere, at kapitalfonde er særlig gode forhandlere og at target-virksomhedens bestyrelser og ledelse ikke får den bedste pris for opkøbene.⁶⁹

På det danske marked er en større undersøgelse af værdiskabelse foretaget af Professor Ann-Kristin Achleitner i samarbejde med Capital Dynamics. Undersøgelsen er baseret på 44 kapitalfondes transaktioner foretaget af 11 kapitalfonde og inkluderer alle danske exits frem til december 2010. Undersøgelsen tager udgangspunkt i en Europæisk undersøgelse fra 2009 med 241 exits og måler værdiskabelse gennem Value Capturing, finansielt og operationelt. Resultaterne for værdiskabelse gennem Value Capturing udgør 4% i Danmark og 17% i Europæiske exits. Desuden viser resultaterne, at danske kapitalfondes gennemsnitlige holding-periode er 4,6 år og de europæiske 3,5 år.⁷⁰

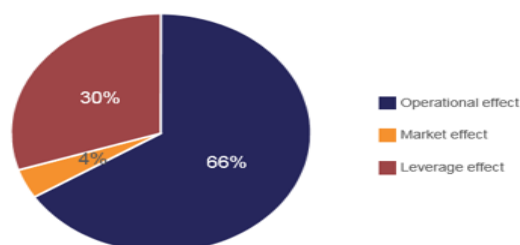
Nedenstående figur 6 viser en oversigt over Capital Dynamics resultater af fordelingen exits på value drivers på det danske marked. På det danske marked i perioden frem til december 2010 udgør antal transaktioner 44 virksomheder og den gennemsnitlige holding-periode er 4,6 år. Figur 7 viser samme value drivers på det Europæiske marked (2009) hvor data er baseret på 241 exits og den gennemsnitlige holding-periode har udgjort 3,5%

⁶⁸ Gottschalg og Berg (2005) s. 11

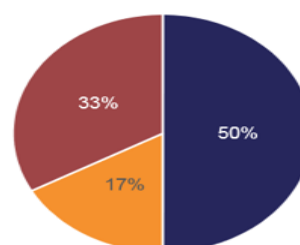
⁶⁹ Kaplan og Stromberg (2009) s. 135-136

⁷⁰ Achleitner & Capital Dynamics (2011) s. 2 og 7

Figur 6. Value driver fordelt på danske exits



Figur 7. Value drivers fordelt på Europæiske exits.



Kilde: Achleitner & Capital Dynamics (2011)

3.3 Finance

Værdiskabelse gennem finansiering er en måde at skabe værdi på og dette kan ske gennem porteføljevirkomhedens kapitalstruktur. Kapitalfonde er mest kendt for finansiell værdiskabelse hvor kapitalstrukturen optimeres og gældsandelen stiger betydeligt ved opkøbet. Rentefradraget på gælden, som også kaldes skatteskjoldet, er en konsekvens af gældsoptagelse, og den har en positiv betydning på cash flow. Ifølge Kaplan (1989b) kunne virksomhedernes værdiskabelse i USA i 80'erne gennem skatteskjoldet udgøre op til 40 procent.⁷¹ De amerikanske undersøgelser viser at i år 1989 udgjorde egenkapitalandelen ved opkøbet 13,4% og fremmedkapitalen 86,6%. Fra afsnit 2.5 kan man se at i år 2015 er den gennemsnitlige egenkapitalandel steget til 38% i de danske opkøb hvilket er en ændring i den gennemsnitlige kapitalstruktur. Konsekvenserne af faldet i fremmedkapitalen medfører et tab for kapitalfonde og dermed mindre værdiskabelse gennem gældsoptagelse. Skatteskjoldet i LBO-opkøbene er i USA blevet reduceret fra 40% (1989), 32% (1990) til 25% (2001) samtidigt med at egenkapitalen er steget.⁷²

På det danske og europæiske marked har værdiskabelsen gennem gælden udgjort henholdsvis 30% og 33% i perioden frem til år 2010.⁷³ Værdiskabelse gennem gældsoptagelse sker ved at selskabsskattebetalingerne reduceres når renterne på gælden er fradragsberettigede. Nyere regler i selskabsloven har dog begrænset rentefradraget således at værdiskabelse gennem gældsoptagelse begrænses.

⁷¹ Kaplan & Stromberg (2009) s 134. (USA udgør den største andel del se tidligere bilag 3 figur 5).

⁷² Braun og Latham (2007) s.867

⁷³ Achleitner & Capital Dynamics (2011) s. 7

Selskabsloven SEL§11 (tynd kapitalisering) begrænser andelen i fremmedkapitalen da den ikke må overstige egenkapitalen med forholdet 4:1. Desuden findes der yderligere begrænsningsregler, som i SEL§11B, hvor der maks. må trækkes renter svarende til 4,1% (2015) af skattemæssig værdi af aktiver. SEL§11C (EBIT reglen) begrænser således at den skattepligtige indkomst ikke kan blive lavere end 20% af EBIT som følge af rentefradrag. Dog kan der altid fratrækkes 21,3 mio. i renter (2015). Disse begrænsninger er forårsaget af kapitalfondenes forretningsmodel, da kapitalfonde har kunnet låne til driften og investeringer samtidigt med, at kapitalfonde har kunnet drage fordele af et betydeligt rentefradrag.⁷⁴

3.4 Operationel

Operationel værdiskabelse er en primær værdiskabende kategori og har en direkte effekt på værdiskabelse. Operationel værdiskabelse kan opdeles i operationel effektivisering og strategiske tiltag. Effektivisering indebærer optimering af produktiviteten bl.a. gennem bedre udnyttelse af eksisterende aktiver, skæring i omkostninger eller af mindre binding i arbejdskapitalen (NWC).⁷⁵ Forbedringer i driften gennem bedre omkostningsstyring, længere kredittid hos leverandørerne og at få debitorerne til at betale sine regninger hurtigere, vil resultere i forbedringer i marginerne.⁷⁶ Undersøgelser viser at ledelsen under kapitalfonde strammer og kontrollerer virksomhedens udgifter, samt at post buyouts i gennemsnittet har en signifikant mindre arbejdskapital. Strategiske tiltag kan være markedsrelaterede, ændringer i produktmix, forbedring i produktkvalitet, ændringer i prisleje, kundeservice og salgskanaler. Gennem de strategiske tiltag kan porteføljevirkomheden opnå konkurrencemæssige fordele samt en stærkere positionering hvilket har stor indflydelse til den operationelle værdiskabelse.

LBO-overtagelser reducerer ofte kompleksiteten og diversitetsgraden af aktiviteter samt produkter således at porteføljevirkomheden fokuserer på sin core business.⁷⁷

Empiriske undersøgelser foretaget af Kaplan (1989b) viser at værdiskabelse foretaget inden for den operationelle kategori i de amerikanske public-to-private transaktioner i 1980'erne er positiv.

Kapitalfonde øger nøgletallet EBIT (driften) med 10 til 20% og cash flow ratio forbedres med ca. 40% grundet frigivelse af likviditet fra arbejdskapitalen. Smith (1990) kom frem til lignende

⁷⁴ Forelæsning med Jan Greve, i Skat i faget køb og salg af virksomheder (2015) Cand. merc.

⁷⁵ Gottschalg og Berg (2005) s. 20

⁷⁶ Petersen og Plenborg (2012) kap 5.

⁷⁷ Gottschalg og Berg(2005) s. 23

resultater.⁷⁸ Yderligere viser analyser at kapitalfonde vælger en restriktiv tilgang til anlægsinvesteringer, capital expenditure (CAPEX), som medfører nedskæring i forhold til investeringer i eksempelvis produktionsanlæg, hvor man fortrækker at effektivisere for at udnytte de eksisterende optimalt. Dette har en direkte effekt på cash flow og den generelle kontrol af omkostninger og effektivisering bør administreres således, at det ikke får en negativ effekt på virksomhedens konkurrenceevne. Kaplan (1989b) har analyseret kapitalfondes effekt på CAPEX i USA i 1980'erne, og hans resultater viser at CAPEX reduceres signifikant under kapitalfonds ejerskabet, hvilket tyder på at kapitalfonde ikke investerer i eksempelvis anlægsaktiver. Smith (1990) er kommet frem til lignende resultater.⁷⁹ I kandidatafhandlingen foretaget af Christensen og Andersen (2009) analyseres bl.a. effekten af de dansk kapitalfondsejerskab på anlægsaktiver. Analysen er baseret på 73 danske porteføljevirkksomheder i perioden 1991-2004 og en kontrolgruppe på 545 virksomheder. Analysen inkluderer kun de porteføljevirkksomheder hvor kapitalfonden har en majoritetspost, og måler intervallet fra et år før at kapitalfonden overtager porteføljevirkksomheden, og frem til år 5 i holding-perioden (-1 til +5). Resultaterne af industrijusteret data viser ingen signifikante ændringer i anlægsaktiverne de første 4 år hvor kapitalfonde ejer porteføljevirkksomhederne, og udvikler sig på samme niveau som kontrolgruppen. Derimod viser analysen at der opstår en signifikant negativ ændring i år 5.⁸⁰ Hvis ovenstående holder kan der konkluderes, at kapitalfonde investerer mindre i porteføljevirkksomhederne sammenlignet med andre virksomheder, og konsekvenser af ovenstående vil blive diskuteret i afsnit 6.2.

LBO-transaktioner har en signifikant positiv effekt på det operationelle niveau og forbedrer både driften samt produktiviteten. Nyere engelske analyser af Harris, Siegel, og Wright (2005), franske analyser foretaget af Boucly, Sraer, og Thesmar (2008) og svenske analyser foretaget af Bergström, Grubb, og Jonsson (2007) peger på lignende resultater.

Cumming, Siegel, og Wright (2007) har opsummeret den del af litteratur og er kommet frem til at der er en generel konsensus på tværs af forskellige metoder, mål og tidsperioder. Dog viser en public-to-private undersøgelse af 94 amerikanske LBO-transaktioner foretaget af Guo et al. (2007) beskedne operationelle forbedringer sammenlignet med analyserne fra tidligere studier i USA og Europa.⁸¹

⁷⁸ Kaplan & Stromberg (2009) s.132

⁷⁹ Kaplan & Stromberg (2009) s. 132

⁸⁰ Christensen og Andersen (2009) S. 94

⁸¹ Kaplan & Stromberg (2009) s. 132-133

Ifølge undersøgelsen fra Capital Dynamics udgør den operationelle værdiskabelse på det danske marked 66% og for det europæiske marked udgør andelen 50%.⁸²

3.5 Delkonklusion

Værdiskabelse i porteføljevirkksomhederne kan ske i 3 perioder; opkøb, i holding-perioden og ved exit. De 3 værdiskabelseskategorier består af Value Capturing (multiple), de primære som er finance og operationel samt den sekundære som er Corporate Governance. Den primære kategori samt Value Capturing kan måles direkte i værdiskabelsen, og den sekundære har en indirekte indflydelse på værdiskabelsen.

Det grundlæggende og vigtigste problem inden for corporate governance er principal-agent problematikken hvor der antages, at der eksisterer asymmetrisk information både i form af adverse selection og moral hazard. Incitamentsaflønnning har det formål at skabe interessesammenfald mellem ejere og ledelsen for at minimere principal-agent problematikken, asymmetrisk information og agency costs. MBO-overtagelser antages at have en positiv indflydelse på værdiskabelsen da interessesammenfaldet minimerer ovennævnte principal-agent relaterede problematikker.

Høj gearing er central i LBO-modellen og skaber et pres på ledelsen således at empire building forhindres, og at der skabes værdi ved kun at investere i positive NPV-projekter. Desuden kan gearing skabe forandring i virksomhedens ledelse samt overordnede strategi. Det aktive ejerskab er ikke altid bedre set fra et shareholder perspektiv, men kompetencer og ressourcer er afgørende for værdiskabelse.

Value Capturing betragtes som en finansiell arbitrage som går ud på en ”køb billigt og sælg dyrt” strategi. Denne udgør henholdsvis 4% og 17% i de danske samt europæiske transaktioner foretaget af kapitalfonde. Værdiskabelse gennem finansiering skyldes skatteskjoldet og denne har tidligere udgjort en større andel, men nyere regler har begrænset denne kategori for værdiskabelse. Denne udgør henholdsvis 25%, 30% og 33% i USA, Danmark og Europa. Den operationelle værdiskabelse opnås gennem effektivisering og eller strategiske tiltag. Empiriske analyser viser at kapitalfonde skaber værdi ved at optimere driften. Operationelle forbedringer udgør henholdsvis 66% og 50 % af værdiskabelsen i Danmark og i Europa.

⁸²Achleitner & Capital Dynamics (2011) s. 2 og 7

4. Corporate Governance i kapitalfonde

I kapitel 3 blev corporate governance teorien omkring principal-agent problematikken, asymmetrisk information og agency costs defineret. Desuden blev der redegjort for formålet med incitamentsaflønning og aktivt ejerskab defineredes. Under aktivt ejerskab kan ejerne påvirke værdiskabelse gennem monitoring, rekruttering og afskedigelse af ledelsen. Desuden antages at kompetencer, netværk og udskiftning i ledelsen kan have en betydning for værdiskabelsen. I dette kapitel vil den eksisterende empiri om ovennævnte faktorer analyseres og sammenlignes med den præsenterede teori.

4.1 Kapitalfondes håndtering af principal- agent problematikken

I forhold til principal-agent problematikken og asymmetrisk information er de fleste studies enige i at denne reduceres under kapitalfondsejerskab. Kapitalfonde har færre principal-agent problemer grundet kombination af højere gæld, monitorering og incitamentsaflønning.⁸³ Kapitalfondenes incitamentsaflønning i form af aktie-, optionstildelinger og bonusser virker som en gulerod (Jensen 1986, 1989b, Cotter & Peck, 2001), da den får topledelsen til at bevæge sig i samme retning som ejernes interesser. Af den grund reduceres principal-agent problematikken efter kapitalfondenes opkøb (Deangelo & Deangelo 1987, Bull 1989, Jensen 1989b, Lichenberg & Siegel 1990, Franfurter & Gunay 1992).

4.1.2 Kapitalfondenes minimering af asymmetrisk information i MBO-transaktioner.

I MBO-overtagelser, hvor ledelsen bliver medinvestor, kan det være vigtig for værdiskabelse at minimere asymmetrisk information, da der opnås interessesammenfald og principal-agent problematikken minimeres. Den eksisterende ledelse kan besidde insider information, da der må antages at topledelsen kender porteføljevirkomheden bedre end kapitalfonden før opkøbet. Topleledelsen kan manipulere regnskaber ved at overestimere forventninger til fremtiden, men en due dilligence af target-virkomheden vil muligvis kunne minimere den asymmetriske information. Due dilligence dækker over de undersøgelser, som en potentiel køber med dennes rådgivere får mulighed for at foretage af target-virkomheden. Dette har til formål at give den potentielle køber indsigt i virksomhedens forhold. Due dilligence og senere monitorering og ikke mindst ledelsens medejerskab efter opkøbet vil kunne minimere den asymmetriske information mellem ejerne og ledelsen (Jensen 1989b, Wright et al 2001a). Desuden er ledelsens investering illikvid, hvilket gør det udfordrende for ledelsen at sælge aktierne før at porteføljevirkomheden er solgt efter holding-

⁸³ Philip og Paul (2008) s. 8

perioden. Illikviditeten bør reducere ledelsens incitament i en MBO til at manipulere performance på kort sigt.⁸⁴ Insider information er ikke en dominerende faktor for værdiskabelse, men en motivationsfaktor for ledelsen til at indgå i en MBO.⁸⁵

4.1.3 Skaber kapitalfonde værdi gennem insider viden?

Kritikere af kapitalfonde mener, at kapitalfonde besidder insider information, dvs., at de kan skabe værdi i porteføljevirkomhederne grundet asymmetrisk information i form af adverse selection. Informationsasymmetri mellem managementselskab og andre købere menes at skyldes overlegent industrikendskab og derfor kan kapitalfonde forbedre target-virkomhedens fremtidige performance.

Tilhængere af kapitalfonde er delvist enige i påstanden, om at managementselskabet besidder information om, hvordan man kan få virksomheden til at performe bedre. Gennem flere observationer er man kommet frem til at forbedringer ikke skyldes informationsasymmetri. Ud fra ovenstående perspektiv burde den faktiske performance overstige forecastet, men i realiteten så halter performance bagud efter LBO-overtagelser. Desuden viser undersøgelser at kapitalfondene under højkonjunkturer har betalt for meget for deres porteføljevirkomheder og deraf oplevet tab. I år 2006 og i starten af år 2007 genererede kapitalfonde et lavere afkast end hvad investorerne havde forventet. Hvis kapitalfonde besad insider viden har det ikke været nok til at undgå tab. Dog er der beviser på, at kapitalfonde er i stand til at opkøbe virksomheder billigere end andre tilbudsgivere.⁸⁶ Som tidligere nævnt i afsnit 3.2 viser undersøgelser af Barger, Schlingemann, Stulz, og Zutter (2007), at kapitalfonde betaler lavere præmier sammenlignet med børsnoterede virksomheder. Samlet set så understøtter resultaterne ikke at kapitalfonde besidder en overlegen firmaspecifik information og ud fra eksisterende undersøgelser holder hypotesen om asymmetrisk information ikke. Resultaterne stemmer muligvis overens med, at kapitalfonde er dygtige forhandlere, at bestyrelserne i target-virkomhederne forhandler dårligere eller, at kapitalfonde udnytter markedets timing og fejlvurderinger af markedet.⁸⁷

⁸⁴ Kaplan & Stromberg (2009) s. 131.

⁸⁵ Berg & Gottschalg (2005) s. 14

⁸⁶ Kaplan & Stromberg (2009) s. 135.

⁸⁷ Ibid s. 136.

4.1.4 Effekten af incitamentsaflønnning og ”hånden på kogepladen”.

Ledelsen i porteføljevirksohmhederne får oftest mulighed for at blive medinvestor og får således ”hånden på kogepladen” gennem aktier, optioner og bonusser. Ledelsen belønnes ud fra selskabets finansielle resultater, hvilket sikrer interessesammenfald. Der opstår både fordele og konsekvenser for ledelsen når den bliver medinvestor og det kan være ganske attraktivt, men der findes flere eksempel på at ledelsen har måttet gå fra hus og hjem når operationen ikke lykkes.⁸⁸

Ifølge Jensen og Meckling (1976) er agency costs forbundet med virksomhedens værdi-maksimering og agency costs er negativt korreleret med andelen af interne ejere. Når topledelsen er involveret i ejerskabet, finder den sig ansvarlig for en større del af agency costs og er derfor mindre tilbøjelig til at spille virksomhedernes værdier (Mørck et al., 1988). Jensen og Meckling (1976) argumenterer for, at når topledelsens ejerandel stiger, begynder beslutningstagernes interesse at forenes med aktionærernes interesser. Jensen og Meckling's (1976) convergence-of-interest hypotese resulterer i at markedsværdien af en virksomhed vil stige med ledelsens ejerandelen og derfor er disse positivt korreleret. En undersøgelse af convergence-of-interest hypotesen er foretaget af Morck et al (1988) på det amerikanske marked viser at der er et positivt forhold mellem ledelsens ejerskab og ledelsens performance.⁸⁹ Dette forhold gælder i intervallet mellem 0-5% af aktieandelen og i intervallet over 25%. I intervallet mellem 5%-25% er der en negativ korrelation.⁹⁰

En anden undersøgelse foretaget af Khan et al. (2014) tester ovenstående hypotese på australske virksomheder og denne er kommet frem til lignende resultater når det kommer til det høje interval. Det positive forhold mellem topledelsens aktieandel og virksomhedens performance holder når aktieandelen overstiger 20%-30%, men analysen viser et negativt forhold når aktieandelen udgør under 20%.⁹¹ Den positive korrelation kan skyldes at det virker motiverende for ledelsen, og at en aktieandel på 0-5% ikke vil have en stor indflydelse på ledelsens overlevelse samt ry, hvis investeringerne skule fejle. Den negative korrelation i det høje interval af aktieandelen forekommer muligvis ikke overraskende, da der kommer meget på spil hvilket medfører en mere risikoavers ledelse.

4.1.5 Størrelsen af incitamentsaflønnning

Kapitalfonde er opmærksomme på ledelsesincitamenten og i 1980'erne tildelte de typisk aktier og optioner, som man tidligere ikke havde benyttet sig af i børsnoterede virksomheder i USA (Jensen

⁸⁸ Spliid (2007) s. 24

⁸⁹ Pathan og Tellam (2014) s. 252

⁹⁰ Singh og Davidson (2003) s. 795

⁹¹ Pathan, og Tellam (2014) s. 252

og and Murphy,1990). Når virksomheder går fra public-to-private stiger ledelsens aktieandel med en faktor fire (Kaplan 1989b). Det forventes at ledelsen investerer meningsfuldt, så der igennem betingede aktietildelinger både er up-side, men også down-side muligheder. En undersøgelse viser at en CEO eller en business unit leder i porteføljevirkomhederne har en løn som er 20 gange mere sensitiv over for performance mål sammenlignet med børsnoterede selskaber. Desuden har den administrerende direktørs aflønning i USA i en LBO-overtagelse næsten kun været baseret på porteføljevirkomhedens performance, hvilket indebærer en stor risiko for agenten. Ovennævnte undersøgelse er foretaget af Kaplan (2008), hvor de administrerende direktører i porteføljevirkomhederne gennemsnitligt modtager \$64 for hver \$1000 ændring i virksomhedens markedsværdi (via aktier). Undersøgelsen sammenligner resultaterne af Murphys undersøgelse som viser at de administrerende direktører i Forbes målt på 1000 amerikanske virksomheder kun modtager \$3,25 per \$1000 ændring i virksomhedens markedsværdi (via bonus, aktier og optioner).⁹² Ovenstående undersøgelser tyder på at incitamentsaflønning anvendes i langt højere grad i porteføljevirkomheder sammenlignet med de store virksomheder målt i Forbes.

Selvom compensation i form af aktie og optionstildelinger er blevet mere almindeligt i børsnoterede virksomheder siden 1980'erne, forbliver ledelsens aktieandel større under kapitalfondenes ejerskab sammenlignet med børsnoterede virksomheder.⁹³ Ovenstående stemmer overens med teorien om at kapitalfonde skaber værdi gennem høje incitamentsaflønninger.

4.2 Effekten af aktivt ejerskab

Kapitalfonde leder porteføljevirkomhederne med et aktivt ejerskab der skaber en tæt relation mellem ejere og ledelse. Dette indebærer muligheden for monitorering, rekruttering og afskedigelse af ledelsen. Det aktive ejerskab forudsætter at kapitalfonden opnår kontrol over selskabet, således at kapitalfonden kan blande sig i den overordnede forretningsstrategi, monitorere og sparre med ledelsen. Det aktive ejerskab er oftest med til at skabe en bedre virksomhed med bl.a. bedre rentabilitet, højere aktivitet og en stærkere markedsposition. Det aktive ejerskab sammen med ledelsens incitamentsaflønning giver kapitalfondene en komparativ fordel i deres organisationsform sammenlignet med andre typer organisationsformer (Thomsen & Wright 1991, Kaplan 1989a).⁹⁴

⁹² Jensen (2010) s. 80

⁹³ Kaplan & Stromberg (2009) s. 131

⁹⁴ Jensen (1991) s.64

Konsulenthuset McKinsey (2005) har undersøgt hvad aktivt ejerskab betyder under kapitalfondene, og om det har betydning på performance. Analysen undersøger de forskellige kapitalfondes performance og hvilke faktorer der har været afgørende for kapitalfondenes relativt høje afkast. Deres undersøgelse er baseret på 60 transaktioner fra 11 ledende kapitalfonde som har performet bedre end gennemsnittet. Aktivt ejerskab er analyseret gennem en kvalitativ analyse bygget på interviews med kapitalfondenes partnere samt de administrerende direktører i kapitalfondenes tidligere porteføljevirkksomheder.

Stikprøven er reduceret til at udgøre interviews om 38 transaktioner. Undersøgelsen viser at der er 5 faktorer der fører til, at kapitalfondene performer forskelligt. Den første faktor er at de succesfulde kapitalfonde opsøger ekspertise, før de involverer sig og i 83% af de opkøb, som havde præsteret bedst, var det første skridt for investorerne at sikre særlig viden. Denne viden kommer fra indsigter i bestyrelsen, direktionen og andre pålidelige eksterne kilder. Til sammenligning har den tredjedel med dårligst resultater brugt halvt så meget tid på at opsøge ekspertise. Den anden faktor, som medfører god performance, er fokus på præstationsincitamenter hvor 15-20% af aktiekapitalen anvendes til at belønne topledelsen. Den tredje faktor som er med til at differentiere de succesfulde kapitalfonde er at de kapitalfonde, som har performet bedre, afsætter mere tid i initialfasen i opkøbet. De succesfulde managementselskaber har brugt mere end halvdelen af deres tid på porteføljevirkomheden de første 100 dage og har holdt næsten daglige møder med topledelsen. Den fjerde faktor skyldes god planlægning hvor man eksekverer og holder sig til forretningsplanen. Den femte faktor er timingen af udskiftning af ledelsen hvor forskellene er, at i 83% af de mest succesfulde opkøb og kun i 33% af de dårlige performerers opkøb blev ledelsen udskiftet og styrket inden, at handlen (transaktionen) blev lukket.⁹⁵

Faktorer som at planlægge og have en implementeringsplan, samt at de første 3-4 måneder er vigtige, er i tråd med analysen i artiklen "Getting the first 90 days right: integrating mergers and acquisitions."⁹⁶

4.2.1 Værdiskabelse gennem kompetencer og ressourcer.

Værdiskabelse gennem det aktive ejerskab afhænger af kompetencer og ressourcer. Kapitalfonde er aktive i deres porteføljevirkomheder, men uddelegerer også ansvarsområder til professionelle business partnere. Kapitalfondenes netværk er stort og da der eksisterer flere kapitalfonde, må det antages, at der eksisterer adskillige netværker. Kapitalfonde finder business partnere til

⁹⁵ Heel og Conor (2005) s.24-26. Se bilag 5 figur 10 for resultater.

⁹⁶ Knowles-Cutler, Semestersamling i køb og salg af virksomheder (2014) artikel 13 s. 164- 165

porteføljevirkomheden samt at identificere target-virkomheder ved hjælp af kapitalfondenes netværk.⁹⁷

Acharya, Gottchalg, Hahn og Kehoe (2007) har undersøgt business partnernes baggrunde i kapitalfonde og er kommet frem til at deres baggrund har indflydelse på værdiskabelsen. Deres undersøgelse er baseret på 395 europæiske transaktioner som blev afsluttet i perioden 1991-2007 og foretaget på 37 store kapitalfonde. Deres analyse viser at i gennemsnittet udgjorde afkastet målt på IRR 56,1%, hvilket er meget højere end det generelle forventede afkast fra kapitel 2. 27,9% af de 56,1% kommer fra financial leverage, 16% kommer fra vækst i sektoren, og de resterende 19,8% er skabt gennem operationelle tiltag.⁹⁸ De har i samarbejde med McKinsey analyseret årsagerne til det "abnormal" afkast gennem en regressionsanalyse, og den del af analysen som omhandler business partnernes baggrund er reduceret til 295. Analysen er derudover suppleret med interviews med 72 kapitalfondspartnere (general partners) for at få detaljeret information om handlerne (deals).

Analysen differentierer de handler hvor værdiskabelsen kommer gennem Finance samt leverage og de handler hvor værdiskabelse kommer via operationel. Førstnævnte kaldes M&A driven strategi og sidstnævnte organisk deal hvor porteføljevirkomheden har vokset organisk. Ud af de 295 har 68% (200 business partnere) en finansiell baggrund og 95 business partnere dvs. 32% en operationel baggrund. Faktorer som er undersøgt er uddannelsesniveau, antal års erfaring og erhvervs erfaring og analysen opdeler business partnernes baggrund enten i finansielle/revision eller operationel/konsulent. Finansiell/ revision er de partnere som enten kommer fra en investment banking eller revisionsbaggrund inden at de slutter sig til kapitalfonden, og operationel/konsulent er de business partnere som kommer fra industrien eller har været tidligere management konsulenter.

Analysen viser at business partnernes baggrund (professionelle erfaring i finansiering overfor operationel) og deal strategien (organisk vækst versus M&A driven strategi) korrelerer med dealens performance. Resultaterne er at i de handler, hvor værdiskabelse kommer fra organisk vækst, har de business partnere med operationel baggrund genereret et gennemsnitligt afkast på 22,4%, og de business partnere med en finansiell baggrund i organiske handler har genereret et afkast i gennemsnittet på 16,4%. Omvendt viser resultaterne for M&A driven strategi at de partnere med en operationel baggrund skaber et afkast på 12,9%, og dem med en finansiell baggrund skaber et afkast på 20,9%.⁹⁹

⁹⁷ CASTELLANETA & GOTTSCHAL (2014) s. 334

⁹⁸ Acharya, Gottchalg, Hahn og Kehoe, (2012) s. 370

⁹⁹ Ibid s. 373

Konklusionen på ovennævnte analyse må være at de tilegnede færdigheder som business partnere medbringer til kapitalfonden har en betydning for, hvordan der kan skabes værdi i porteføljevirksomhederne. Hvis ovennævnte analyse holder bør partnere med en finansiell baggrund matches til de deals som har en M&A driven strategi, og de deals, hvor der skal vækstes, organisk bør matches med business partnere med en industri eller management konsulenterfaring. Blandt de begrænsede analyser om indflydelsen af human capital eller kompetencer i kapitalfonde har Kaplan et al (2008) analyseret forholdet med porteføljevirksomhedens administrerende direktør og succesgraden bag en LBO-investering. Deres resultater viser at succesgraden blandt de 316 porteføljevirksomheder skyldes de administrerende direktørers eksekveringskompetencer, hvis indflydelse er stærkere relateret til LBO- succeser end de interpersonelle færdigheder.¹⁰⁰ En tredje omfattende analyse, som har undersøgt ledelsespraksissen (management practises), er foretaget af Bloom et al. (2009), og er baseret på 4000 virksomheder på kryds og tværs af Europa, USA samt Asien. Resultaterne af analysen er at porteføljevirksomheder sammenlignet med andre ejerskabsformer har en bedre operationel ledelsespraksis. Det gælder vedtagelsen af moderne ”lean” fremstillingspraksis hvor brug af løbende forbedringer i processer samt præstationdokumentationsprocesser anvendes. I en undersøgelse af Tahir og Nisar (2009) viser resultaterne at kapitalfonde spiller en afgørende rolle i at ”genoplive” fokus på performance gennem ovennævnte kontrolsystemer til formål for at lette beslutningsprocesser og tilpasse owner-manager-interesserne.¹⁰¹

De fleste kapitalfonde er ikke industrieksperter og de fleste mener, at de ikke har en industrispecifik viden. De ansætter derimod professionelle konsulenter der har de specifikke færdigheder, der kræves, når skal foretages ændringer og turnarounds.¹⁰² Dette stemmer med ovennævnte analyse af Acharya, Gottchalg, Hahn og Kehoe (2007). Kapitalfondenes netværk består ikke kun af business partnere og da de er gentagende spillere i LBO-lånemarkedet, spiller deres langsigtede forhold og netværk til institutionelle ledere en stor rolle. Kapitalfondene besidder en stor viden om kapitalmarkedet hvilket muliggør at de kan opnå lempeligere lånevilkår (Baker & Smith 1992, Cotter & Peck 2001). Gennem deres kompetencer og netværk kan de forhandle sig frem til gode finansieringsvilkår da de har en kontakt til den finansielle sektor, som porteføljevirksomheden ellers ikke vil kunne opnå på egen hånd (Magowan 1989, Kaufman & Endlander 1993).

¹⁰⁰ Acharya, Gottchalg, Hahn og Kehoe, (2012) s.373

¹⁰¹ Yeboah, Tomenendal og Dörrenbächer (2014) s.168 og 169

¹⁰² Cuny and Talmor (2007) s. 630

4.2.2 Værdiskabelse ifølge ledelsen – En dansk undersøgelse

Ninni Thorkilgaard (2012), har i sin afhandling undersøgt kapitalfondenes værdiskabelse på det danske marked. Her undersøger hun værdiskabelse gennem de fire tidligere analyserede kategorier Corporate Governance, Finance, Operationel samt Value Capturing (multiple). Hun anvender både en multiple regressionsanalyse til at måle på værdiskabende faktorer samt et kvantitativt og kvalitativt spørgeskema. Data er baseret på DVCAs buyout-liste bestående af 99 porteføljevirkksomheder ud af en liste på 169. Porteføljevirkksomhederne er ejet af 22 forskellige kapitalfonde og dækker over perioden 2004-2007¹⁰³ 54 administrerende direktører har deltaget i spørgeskemaet og angivet den relative betydning ved at fordele 100% blandt de fire værdidrivere Corporate Governance, Finance, Operation og Multiple. De administrerende direktører tillægger Corporate Governance relativ stor betydning som value driver.¹⁰⁴

Nedenstående tabel viser fordelingen af de 4 værdiskabende drivers udfyldt af 54 tidligere eller daværende administrerende direktører i porteføljevirkksomhederne.

Figur 8. De 54 administrerende direktørers fordeling af den relative betydning for værdiskabelse.

Percentile	25 th	50 th	75 th	Mean
Governance	19%	30%	40%	30%
Finance	20%	25%	31%	30%
Operational	10%	25%	31%	23%
Multiple	10%	15%	25%	17%

Kilde: Thorkilgaard (2012)

Majoriteten af de administrerende direktører mener at kapitalfonde sammenlignet med tidligere type ejerstruktur har skabt mere værdi for porteføljevirksmheden grundet deres aktive og koncentrerede ejerstruktur. Tabellen viser at Corporate Governance er en vigtig value driver, og medianen samt tredje fraktil udgør henholdsvis 30% og 40%.

¹⁰³ Thorkilgaard (2012)s. 26

¹⁰⁴ Ibid s.45.

Mere overraskende mener kun få administrerende direktører at kapitalfonden med deres team eller operationelle partnere har bidraget med industrividen eller erfaring fra andre porteføljevirkksomheder, som skulle støtte virksomheden på regelmæssig basis. Analysens resultater om værdiskabelse gennem ejerstrukturen stemmer overens med den eksisterende teori om kapitalfonde. Hendes analyse om at kun få administrerende direktører mener, at kapitalfonde bidrager med en særlig erfaring og viden, er forskellig fra den generelle teori samt fra tidligere analyse foretaget af Acharya, Gottchalg, Hahn og Kehoe (2007) i afsnit 4.2.1.¹⁰⁵

Thorkilgaard har også undersøgt udskiftningen af ledelsen, (bestyrelsen og direktionen) og hendes analyse viser at 52% af ledelsen er blevet udskiftet i løbet af det første år under kapitalfondenes ejerskab og 34% efter det første år. Hun sammenligner resultaterne med analysen foretaget af Acharya et al (2009) som viser at udskiftning i de administrerende direktørers poster udgør 39% inden for de første 100 dage og 69% på et tidspunkt inden for holding-perioden.¹⁰⁶

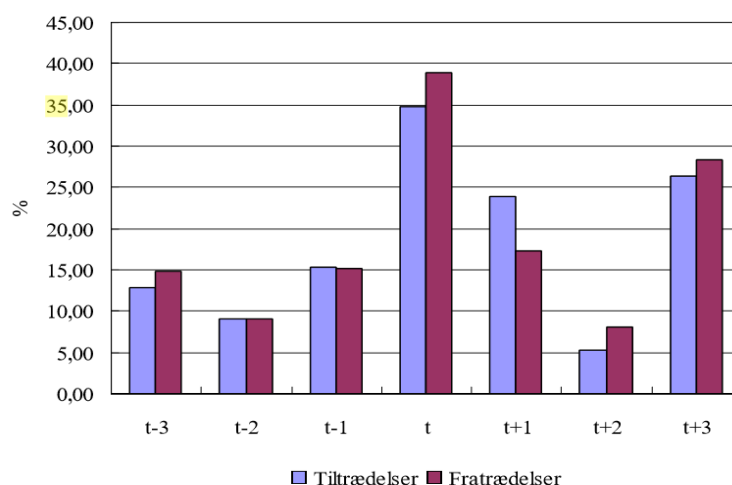
Udskiftning i de danske porteføljevirksohmheders bestyrelser er blevet undersøgt af Center for Economic and Business Research CEBR (2008) hvor data stammer bl.a. fra Vinten (2008) og Spliid (2007). Baseret på bestyrelsesoplysninger på 91 porteføljevirksohmheder i perioden 3 år før kapitalfondenes opkøb og 3 år under kapitalfondenes ejerskab viser undersøgelsen at udskiftningen er højst i overtagelsesåret. I gennemsnittet fratræder 35%, og der tiltræder ca. 40% i overtagelsesåret hvor udskiftningen i den resterende tid ligger mellem 10-15% i intervallet t-3 til t+3.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Thorkilgaard (2012) s. 44.

¹⁰⁶ Acharya et al (2009) s. 32

¹⁰⁷ CEBR (2008) s. 57

Tabel 3. Udskiftning i porteføljevirksohmhedernes bestyrelser i Danmark.



Kilde: CEBR (2008)

Ovenstående graf viser den procentuelle udskiftning af porteføljevirksohmhedernes bestyrelse. Det fremgår tydeligt i grafen at den største udskiftning foregår i overtagelsesåret.

Analyserne foretaget af CEBR, Acharya et al (2009) og Thorkildgaard (2012) er i tråd med teorien om at kapitalfonde udskifter porteføljevirksohmhedernes bestyrelser og direktion. Det er i overtagelsesåret at de mest markante forandringer sker, og dette er også i tråd med McKinsey (2005) rapporten i afsnit 4.2 som viste, at udskiftning af ledelsen er en vigtig faktor til værdiskabelse.

4.2.3 Delkonklusion

Kapitalfonde har færre principal-agent problemer grundet kombinationen af gæld, monitorering og incitamentsaflønnning. Incitamentsaflønnning virker som en gulerod der skal sørge for at skabe et interessesammenfald mellem ejerne og ledelsen.

I MBO-overtagelser kan den eksisterende ledelse besidde insider information, men due diligence, ledelsens medejerskab og investeringens illikviditet i holding-perioden reducerer ledelsens incitament til at manipulere performance. Undersøgelser viser at kapitalfonde ikke skaber værdi gennem at besidde insider information om target-virksohmheden, men at de muligvis er dygtige forhandlere.

Jensen og Mecklings (1976) convergence-of-interest hypotese holder så længe, at ledelsen ejer 0-5% og over 25% af aktierne. Det er blevet mere almindeligt at børsnoterede virksomheder også anvender incitamentsaflønnning, men ledelsens aktieandel forbliver større i porteføljevirksohmheder. Aktivt ejerskab er oftest med til at skabe en bedre virksomhed, og ifølge McKinsey rapporten (2005) kan der være 5 medvirkende faktorer til at kapitalfonde performer forskelligt. De

kapitalfonde, som generede det højeste afkast, var dem som opsøgte ekspertise inden opkøbet, fokuserede på performance aflønning, brugte mest tid i initialfasen, planlagde og eksekverede ud fra planen samt timede udskiftning af ledelsen. Business partnernes baggrund er vigtig for værdiskabelsen og analysen viser at business partnere med operationel/management konsulent baggrund skaber højere værdi i de deals som har en organisk vækst strategi. Business partnere med en finansiell/revisionsbaggrund skaber mere vækst i deals som har en M&A driven strategi.

Thorkilgaards (2012) undersøgelse viste at de 54 (danske) administrerende direktører har tildelt en corporate governance en relativ høj betydning for værdiskabelse og mener, at kapitalfondenes ejerstruktur skaber værdi. Analysen viste også at de adspurgte administrerende direktører ikke mener, at kapitalfonden bidrager med en industrividen eller erfaring. Desuden viser analysen at 52% af ledelsen blev udskiftet i løbet af det første år, og analysen foretaget af CEBR over danske porteføljevirksohmheders bestyrelser viser at der i gennemsnittet fratræder 35% og tiltræder ca. 40% i overtagelsesåret.

5. Ejerstruktur

Dette kapitel indledes med en introduktion af teori og efterfølgende analyse først af ejerstruktur efterfulgt af ledelsesmodel og bestyrelsesstruktur. I ejerstrukturen er identiteten og koncentrationen af ejerne 2 vigtige elementer. Hvem ejerne er og hvor meget de ejer af virksomheden kan få indflydelse på virksomheden. Koncentrationen i ejerskab måler aktionærernes styrke til at påvirke ledelsen og identiteten af ejerne har betydning for deres formål med virksomheden samt hvordan ejerskabet udøves. Ejerkoncentrationen måles som en "approximation" (tilnærmelse) af den største aktionærs aktieandel ud af virksomhedens totale aktiekapital. Storaktionærer har et større incitament til at monitorere ledelsen og de har styrken tvinge deres interesser igennem. Generelt vil ejerens portefølje risiko stige når størrelsen på aktieandelen stiger.¹⁰⁸ Det er i "aktionærkollektivets" interesse at monitorering og kontrol foretages, men omkostningerne forbundet med kontrollen afholdes kun af den som kontrollerer. Da det forventede payoff deles mellem aktionærerne opstår der et incitament for den enkelte aktionær til ikke at monitorere eller kontrollere, hvorved free rider problemet opstår.¹⁰⁹ Free rider problemet består i at de som drager fordel af en ressource eller service ikke betaler for den og dette er eksempelvis aktionærer som ikke kontrollerer, men deler det

¹⁰⁸ Thomsen og Conyon (2012) s. 123

¹⁰⁹ Møller og Nielsen (2004) s. 67

forventede payoff med de ejere som betaler for monitorering. Flere teoretikere mener at free rider problemet hænger sammen med ejerstrukturen.

Forholdet mellem en større ejerskabskoncentrationen og virksomhedens performance er ikke altid positivt (Fama og Jensen, 1983, Morck et al, 1988 Shleifer and Vishny, 1997). Til et vist niveau drager alle aktionærene fordel af en større koncentration i ejerstrukturen, fordi at en storaktionær har magten og incitament til at maksimere virksomhedens værdi. En storaktionær med næsten fuld kontrol over virksomheden, som i realiteten styrer virksomheden kan begynde at drage private fordele af kontrollen, som ikke nødvendigvis maksimerer shareholder value. Desuden antager teorien at storaktionærens risikoaversion vil stige, grundet en ikke diversificeret portefølje, da teorien antager at storaktionæren kun investerer i én virksomhed.¹¹⁰ I modsætning til et koncentreret ejerskab med få store ejere har en spredt ejerstruktur mange småaktionærer, hvor der antages at free rider problemet er større og dermed indebærer flere agent omkostninger sammenlignet med det koncentrerede ejerskab.

5.1 Forskelle på koncentreret og spredt ejerskab.

Ejerstrukturen i porteføljevirkomhederne er oftest koncentreret og kapitalfonde foretrækker at erhverve aktiemajoriteten i porteføljevirkomhederne, således at de kan opnå den fulde kontrol over virksomheden.¹¹¹ Kapitalfonden er oftest storaktionæren og den som afholder omkostningerne forbundet med monitorering og kontrol. Da kapitalfonden ejer flere porteføljevirkomheder har den således spredt sin risiko over flere brancher, hvilket må føre til en mindre risikoavers storaktionær end den teorien antager.

I modsætning til kapitalfondenes koncentrerede ejerstruktur har børsnoterede virksomheder oftest en spredt ejerstruktur med mange aktionærer, som hver især ejer en beskeden andel af aktiekapitalen. Ejerforholdet omstruktureres ved opkøbet af en porteføljevirkomhed og i en going private transaktion går virksomheden fra en spredt ejerstruktur til et koncentreret, fokuseret og aktivt ejerskab. Børsnoterede virksomheder med en spredt ejerstruktur kan være udfordrende når der skal træffes hurtige beslutninger. Desuden har ingen enkelt ejer en bestemmende indflydelse på virksomheden og føler sig ansvarlig for virksomhedens udvikling. Det koncentrerede og aktive

¹¹⁰ Thomsen og Conyon (2012) s. 124

¹¹¹ DVCA (2011) s. 17

ejerskab muliggør hurtigere beslutningstagen og gør det nemmere at lægge pres på topledelsen (Lowenstein 1986, Jensen 1989, Smith 1990).

Forskellene på børsnoterede virksomheder og porteføljevirkomheder er ikke kun ejerstrukturen, men også andre faktorer som adgang til kapital, synlighed i markedet og krav til regnskabsaflægning. Børsnoterede virksomheder har adgang til kapital gennem fremmedfinansiering eller ved at udstede en aktieemission og er synlige i markedet. Børsnoterede virksomheder er også forpligtede til at imødekomme fondsbørsens krav til regnskabsaflægning og oplysningsforpligtelser og deres adgang til kapital kan være tidskrævende. Desuden indebærer en børsnotering både direkte og indirekte omkostninger.¹¹² Kapitalfonde eller ”private equities”, er som ordet indikerer privatejede, og disse er frigjorte fra fondsbørsens forpligtelser. Når det kommer til kapital har forretningsmodellen den styrke at kapitalfonde med 1-2 ugers varsel kan skyde ny kapital ind i porteføljevirkomheden.¹¹³

5.2 Værdiskabelse gennem koncentreret ejerskab

Ifølge Jensen har ændringen af ejerstrukturen når porteføljevirkomheden går fra spredt til koncentreret ejerskab en stor betydning for værdiskabelsen, og han betragter det spredte ejerskab som den centrale svaghed i børsnoterede virksomheder. Renneboog og Simons (2005) argumenterer for at den vigtigste kilde til værdiskabelse er at øge shareholder value i en going private transaktion, hvilket kan opnås ved at reducere free rider problemet samt agentomkostninger som følge af koncentreret ejerskab.¹¹⁴

DeAngelo, DeAngelo og Rice (1984) har undersøgt effekten på værdiskabelse ved at gå fra et børsnoteret selskab til at være ejet af en kapitalfond. Deres undersøgelse er baseret på 72 virksomheder og ud af de 72 blev 39 virksomheder afnoteret i perioden 1972-1980. Deres undersøgelse viste at virksomhedernes værdi steg med 30,4%, så snart at virksomhederne gik fra at være børsnoterede til at være privatejede. En anden undersøgelse foretaget af Maupin (1987), undersøger 97 MBO-overtagelser i perioden 1972-1984, og resultaterne af denne viser en værdistigning på 21,8% i løbet af den første måned efter at beslutningen blev offentliggjort.¹¹⁵ Ovenstående analyser viser at ejerstrukturen i praksis har haft en indflydelse på værdiskabelsen.

¹¹² Møller og Nielsen 2004 s. 84-85. Se bilag 6 figur 11 for oversigt over fordele og ulemper ved at være børsnoteret.

¹¹³ ATPalpha (2006) s. 5

¹¹⁴ Clarkson, Pathan, Tellam (2014) s. 251

¹¹⁵ Maupin (1987) s. 321

5.2.1 Værdiskabelse gennem det koncentrerede ejerskab - En dansk analyse.

Frederik Vinten (2008) har i sin Ph.d. afhandling bl.a. testet effekten af koncentreret ejerskab. Han har undersøgt 73 danske kapitalfondes transaktioner og anvendt 545 virksomheder som kontrolgruppe baseret på størrelse, industri og alder i perioden 1991-2004. Testperioden er tre år inden kapitalfondenes opkøb og tre år under kapitalfondenes ejerskab. Målt på nettoomsætning, totale aktiver og antal ansatte viser hans resultater at kapitalfondenes porteføljevirsomheder er signifikant større og har eksisteret i længere tid end kontrolgruppen. Ovenstående faktorer tyder på at porteføljevirsomhederne er industriledere, og at de er større samt ældre virksomheder med stabile cash flows og derfor er mindre risikable virksomheder.¹¹⁶

Vinten tester ejerstrukturens betydning på rentabiliteten og da datasættet fra KOB ikke indeholder tilstrækkeligt data om ejerstrukturen er yderligere data fra virksomhederne manuelt indsamlet. Hans undersøgelse er baseret på private-to-private transaktioner og ikke public-to-private som flere amerikanske undersøgelser tager udgangspunkt i. Årsagerne kan være at de fleste transaktioner gennemført af kapitalfonde er baseret på private-to-private eller, at en undersøgelse af public-to-private transaktioner på det danske marked vil begrænse analysen væsentligt.

Ifølge hans analyse oplever kun 30 procent af de 73 virksomheder en stigning i ejerkoncentrationen hvilket er interessant, da der generelt er enighed om, at fordele ved kapitalfondenes corporate governance model er en forbedring i monitorering gennem det koncentrerede ejerskab.¹¹⁷ I de virksomheder, som oplever en mere koncentreret ejerstruktur efter kapitalfondenes opkøb, er der en positiv, men ikke en signifikant indflydelse på rentabiliteten. De virksomheder, som har oplevet et fald i ejerkoncentrationen, har haft en signifikant negativ indflydelse på rentabiliteten hvilket også er forventet udfra teori om koncentreret og spredt ejerskab. Mindre forventet viser hans undersøgelse at de porteføljevirsomheder med høj gearing ikke performer bedre end de virksomheder med lav gearing. Jensens free cash flow hypotese og gældens betydning som en ledelsesdisciplineringsmekanisme holder ikke i analysen.

At kun 30% oplever en stigning i ejerkoncentrationen kan skyldes at den oprindelige ejer beholder sin ejerandel efter kapitalfondenes opkøb eller, at der i private-to-private transaktioner ikke opstår den store forandring i ejerstrukturen. Desuden beskriver Thomsen (2004) ejerstrukturen i de danske

¹¹⁶ Vinten (2008) s.60

¹¹⁷ Ibid s. 60

selskaber (samt europæiske) som koncentreret og dominerende hvilket kan have en indflydelse på resultaterne sammenlignet med de amerikanske og engelske undersøgelser.

På den ene side støtter resultaterne fra de virksomheder, som har oplevet et fald i ejerkoncentrationen, hypotesen om at det koncentrerede ejerskab har en betydning, da disse har oplevet et fald i rentabiliteten. På den anden side viser hans resultater en positiv, men ikke signifikant, indflydelse i rentabiliteten i de virksomheder som oplever et mere koncentreret ejerskab. Sidstnævnte resultat støtter ikke hypotesen om at den koncentrerede ejerstruktur har en positiv påvirkning på rentabiliteten.

5.2.2 Ledelsesmodel

Den enstrengede ledelsesmodel har et ledelsesorgan hvor medlemmerne af ledelsen er repræsenteret i et samlet organ (board of directors). På generalforsamlingen vælger aktionærerne medlemmerne af den samlede ledelse, og i den enstrengede ledelsesmodel er overvågning og kontrol samlet.

Teoretisk har ledelsen både et overordnet ledelsesansvar, men varetager også den daglige drift.

Typisk anvendes denne ledelsesmodel i de angelsaksiske lande (USA og England). I praksis er ledelsesmodellen mere nuanceret og der differentieres mellem "executives" (afhængige) som oftest varetager den daglige ledelse, og "non executives" (uafhængige) som har det overordnede strategiske ledelsesansvar. "Executives" minder om direktionen i den danske to-strengede ledelsesmodel, og "non executives" har arbejdsopgaver og ansvar svarende til bestyrelsens. Som udgangspunkt kan board of directors bestå udelukkende af "executives" og personsammenfald er tilladt.¹¹⁸

Den to-strengede ledelsesmodel består af to ledelsesorganer hvor den daglige ledelse og tilsyn er adskilt. Den øverste myndighed er generalforsamlingen, den vælger bestyrelsen som kontrollerer direktionen. Bestyrelsen har det overordnede ansvar inklusiv den strategiske ledelse, og det er bestyrelsen på vegne af ejerne som ansætter og afskediger direktionen. Direktionen varetager selskabets daglige ledelse, og bestyrelsen fører tilsyn med direktionens arbejde og har ansvaret for bl.a. at sikre et stærkt ledelsesteam, effektive forretningsgange, en optimal kapitalstruktur samt en ansvarlig kapitalstyring. Der er i den to-strengede ledelsesmodel forbud mod personsammenfald i bestyrelsen og direktionen hvor formanden for bestyrelsen ikke må besidde posten som administrerende direktør. Selskaber i Danmark og de fleste selskaber i de centraleuropæiske lande

¹¹⁸ Møller og Nielsen (2004) s. 67

organiserer sig normalt med en bestyrelse og en direktion. De danske selskaber har også mulighed for at vælge et tilsynsråd der fører tilsyn med direktionen og er et alternativ til en ledelsesstruktur med en direktion og en bestyrelse, men de to organer er stadig uafhængige af hinanden.

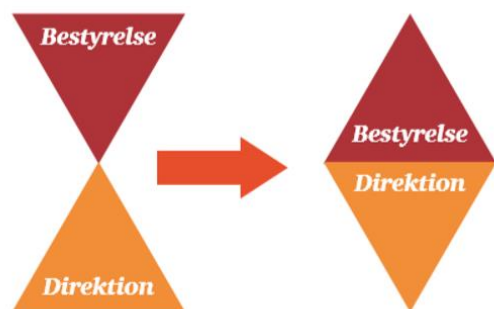
Flertallet af bestyrelsens medlemmer skal i aktieselskaber være personer som ikke er direktører i selskabet. Dvs. at flertallet i bestyrelsen skal bestå af uafhængige bestyrelsesmedlemmer, men afhængige (direktion) kan være repræsenteret i bestyrelsen. Medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen kan udgøre 1/3 af bestyrelsesmedlemmerne hvis selskabet de sidste 3 år har beskæftiget gennemsnitligt mindst 35 medarbejdere.

5.3.1 Kapitalfondenes ledelsesmodel

Porteføljevirksomheder har de samme formelle beslutningsorganer som andre selskaber, men differentierer sig i kompetencefordelingen i selskabet. I porteføljevirksomhederne er det direkte ejerne som ansætter gennem deres netværk og ikke bestyrelsen som er udgangspunktet i den to-strengede model. Som følge af det aktive og koncentrerede ejerskab hvor kapitalfonden oftest er den største ejer, påtager den sig det overordnede strategiske ledelsesansvar og monitorerer økonomien tæt. Kapitalfondene er kendetegnet ved at de sætter deres egne medlemmer ind i bestyrelsen, som oftest er brancheeksperter. Bestyrelsen under kapitalfondenes ejerskab fokuserer på mindre kontrol og mere på forretningsudvikling, da monitorering varetages af kapitalfonden.¹¹⁹ Dette frigiver ressourcer i bestyrelsen, men fjerner bestyrelsens monitoreringsansvar overfor direktionen. Kapitalfonden overtager på flere områder bestyrelsesarbejdet, men varetager dog ikke den daglige ledelse som stadig er overladt til direktionen.

¹¹⁹ CEBR (2008) s. 53 Private equity i Danmark, rapporten er baseret på flere samtaler med kapitalfondenes repræsentanter og flere porteføljevirksomheder. S. 3 baseret på 10 cases studies (Cases dækker: ISS, TDC, Falck, Novalsol, Løgstør Rør, Royal Scandinavia, Post Danmark, DT, Kompan, Vest-Wood)

Figur 9. Den klassiske bestyrelsesmodel og ”kapitalfondsmodellen”.¹²⁰



Kilde PwC (2015)

Ovenstående figur viser forskellen mellem den klassiske bestyrelsesmodel og kapitalfondsmodellen. Til venstre kan den klassiske bestyrelsesmodel ses og er kendetegnet ved at kontaktfladen mellem bestyrelsen og direktionen er smallere. I kapitalfondenes model vender trekanten opad således at bestyrelsen får en større kontaktflade ned i organisationen.

5.3.2 Kapitalfondenes ledelsesmodel- Baseret 3 case studies

Robert Spliid har i sin Ph.d. afhandling (2014) analyseret porteføljevirkomhederne DT, Nycomed og Løgstor gennem case studies. I samtlige 3 case studies overflødiggøres bestyrelsen når beslutningerne skal vedtages, da bestyrelsen sjældent deltog i beslutningerne. De reelle beslutninger blev truffet i et mindre forum, hvor kapitalfonden og direktionen medvirkede. De eksterne industrispecialister, som er medlemmer i bestyrelsen, blev taget med på råd, men virkede som et efterretningsorgan for allerede truffne beslutninger.¹²¹

Hans analyse viser også at gennem det aktive og koncentrerede ejerskab blev der udøvet effektiv kontrol, monitorering gennem omfattende rapportering samt direkte og hurtig kommunikation mellem ejere og direktionen. Samtidigt har han også analyseret medarbejderindflydelsen i de tre ovenstående cases. Resultaterne er at medarbejderindflydelsen blev reduceret i de tre porteføljevirkomheder under kapitalfondenes ejerskab, da beslutninger i porteføljevirkomhederne blev truffet uden medarbejderrepræsentation.¹²² I DT skyldtes det at det engelske sprog udgjorde en sprogbarriere, og i Løgstor blev beslutningerne taget i moderselskabet, hvor medarbejderrepræsentanter ikke var repræsenteret. I Nycomeds anden ejerskabsperiode så man ikke

¹²⁰ PwC (2015) s. 58

¹²¹ Spliid (2014) s. 259

¹²² Spliid (2014) s. 258-259

værdien i medarbejderpræsentationen eller i medarbejdernes holdninger.¹²³ Ovenstående 3 case studies viser at porteføljevirkomhedernes bestyrelser, sjældent deltog i beslutningerne og at medarbejderindflydelsen blev reduceret. Ovennævnte case studies giver et godt indblik i kapitalfondenes forretningsmodel og er i tråd med CEBR rapporten som også inddrager andre case studies.¹²⁴

Både Spliids analyse og CEBR rapporten viser at bestyrelsen under kapitalfondenes ejerskab fokuserer på mindre kontrol og mere på forretningsudvikling, da monitorering varetages af kapitalfonden.¹²⁵ I kapitel 6 i ”Svagheder i kapitalfondenes forretningsmodel” vil ulempen ved at ”differentiere ansvarsfordeling i porteføljevirkomhedernes bestyrelser blive diskuteret og konkursen af OW Bunkersagen vil blive benyttet som en case study.

5.3.3 Bestyrelsen og dens struktur

Bestyrelsen er central i corporate governance da den er ansvarlig for den måde virksomheden ledes på. Aktionærernes rolle i ” corporate governance” er at udpege en bestyrelse og sikre sig at en hensigtsmæssig styringsstruktur kommer på plads. Bestyrelsen er mellemliddet mellem ejerne og direktionen og denne består af et vist antal medlemmer. Størrelsen på bestyrelsen afhænger bl.a. af størrelsen på virksomheden, og en bestyrelse på 8-10 medlemmer er almindeligt i de børsnoterede virksomheder. I bilag 18 figur 28 kan man se at den gennemsnitlige størrelse på de børsnoterede danske virksomheder udgør 9,81. Bestyrelsen tager beslutninger i fællesskab, og flere forskere har forsøgt at bevise om der er en fordel ved at have en bestemt bestyrelsesstruktur. Bestyrelsens struktur dækker bl.a. over dens størrelse, antal uafhængige samt afhængige bestyrelsesmedlemmer. Nogle mener at flere uafhængige (non executive) medlemmer og færre medlemmer i bestyrelsen er ”bedre” da førstnævnte kan sikre bedre kontrol, og færre medlemmer minimerer free rider problemet da der kan monitoreres mere effektivt. I modsætning til at færre bestyrelsesmedlemmer minimerer free rider problemet mener andre forskere at større bestyrelser er mere effektive, da de begrænser topledelsens dominerende (Zahra & Pearce), hvilket er i tråd med teorien om, at flere uafhængige medlemmer sikrer bedre kontrol. Ulempen med større bestyrelser kan være at det er mere tidskrævende at blive enige, hvilket kan lede til aktionærtab (Singh & Harianto,1989).

¹²³ Spliid (2014) s. 235-236.

¹²⁴ CEBR (2008) rapporten inddrager cases; ISS, TDC, Falck, Novalsol, Løgstør Rør, Royal Scandinavia, Post Danmark, DT, Kompan, Vest-Wood. Cases: DT samt Løgstør indgår også i Robert Spliids case studies.

¹²⁵ CEBR (2008) s. 53 Private equity i Danmark, rapporten er baseret på flere samtaler med kapitalfondenes repræsentanter og flere porteføljevirkomheder.

5.3.4 Går kapitalfonde målrettet efter en bestemt bestyrelsesstruktur i target-virksomheden?

En australsk analyse (2014) har undersøgt om kapitalfondene går målrettet efter en bestemt bestyrelsesstruktur. Analysen er baseret på 43 target-virksomheder som er børsnoterede, og anvender 182 sammenlignelige virksomheder som kontrolgruppe i perioden 2001-2010.

Resultaterne viser at de virksomheder som tiltrækker kapitalfonde dvs. target-virksomhederne har større bestyrelser, og at de afholder flere bestyrelsesmøder. Desuden er der flere afhængige (executive) bestyrelsesmedlemmer sammenlignet med kontrolgruppen.¹²⁶ Deres resultater stemmer overens med tidligere australske analyser foretaget af Chapple et al (2010, 2011) og Osborne et al (2012).¹²⁷

Resultaterne kan indikere at target-virksomhedernes bestyrelser har en mindre effektiv monitorering, da de både er større og har flere afhængige medlemmer, men at de mødes oftere bør bidrage positivt til monitoreringen. Ud fra et teoretisk udgangspunkt kan de store bestyrelser og de afhængige bestyrelsesmedlemmer lede til et større free rider problem samt en mindre effektiv kontrol af direktionen. Ovenstående kan muligvis være en mulighed for at kapitalfonde kan skabe værdi ved at gå målrettet efter bestyrelsesstrukturen.

5.3.5 Diversitet i kapitalfondsbestyrelser

Diversitet i bestyrelsen har fået et stort fokus og er blevet et vigtigt emne inden for corporate governance. I nogle lande som eksempelvis Norge er der kvoter for andelen af kvindelige bestyrelsesrepræsentanter (40%) således at der sikres en vis bestyrelsesstruktur. Diversitet i bestyrelsen dækker over medlemmernes etnicitet, køn, erfaring, uddannelse samt baggrund og menes at have en indflydelse på virksomhedens performance. Relativt ny forskning foretaget af konsulenthuset Accenture (2010) viser at en succesfuld ledelse er en team effort, og jo mere virksomhedens topledelse (afhængige bestyrelsesmedlemmer) er diversificeret i form af køn, nationalitet og uddannelsesbaggrunde des større er sandsynligheden for at virksomheden performer bedre.¹²⁸ Relativt ny forskning foretaget af konsulenthuset Accenture (2010) viser at en succesfuld ledelse kræver en team effort og jo mere virksomhedens topledelse (afhængige bestyrelsesmedlemmer) er diversificeret i form af køn, nationalitet og uddannelsesbaggrunde des større er sandsynligheden for at virksomheden performer bedre. Accenture har testet betydningen af diversitet i bestyrelserne (kun executive) på 8 industrier i Europa (telecommunications,

¹²⁶ Clarkson, Pathan, Tellam (2014) s. 246

¹²⁷ Ibid s. 247

¹²⁸ Hagemeyer, Holst og Eden (2010) s.1

pharmaceuticals, oil and gas, utilities, chemicals, steel, banking and insurance). Deres undersøgelse er baseret på Phönix rapporten som undersøger de 358 største børsnoterede virksomheder (målt på omsætning) i 24 europæiske lande.

Rapporten viser at der er en signifikant positiv korrelation mellem diversitet målt på køn af de afhængige medlemmer i bestyrelserne og virksomhedens rentabilitet. De kvindelige bestyrelsesmedlemmer udgjorde i gennemsnittet 4,5% i de europæiske bestyrelser, og de virksomheder med flere kvinder blandt topledelsen bidrager både med en bedre rentabilitet og et bedre afkast til aktionærerne.¹²⁹ Deres kriterier for succes er bl.a. rentabilitet (ROIC-WACC) over 5 år og aktiemarkedets performance som er målt på hver virksomheds market-to book value over 3 år. Kønsdiversitet er målt som en procentandel af de afhængige bestyrelsesmedlemmer og international diversitet er målt som procentandel af de uafhængige bestyrelsesmedlemmer som er forskellige fra virksomhedens. Akademisk baggrund samt erfaring er målt på samme måde. De har anvendt en regressionsanalyse af tilgængelige finansielle data for at bestemme forholdet mellem diversitet og performance. Accentures rapport viser at i gennemsnittet er de virksomheder med mere diversificerede bestyrelser også mere succesfulde virksomheder, og på den baggrund kan konkluderes at diversitet i bestyrelserne (executive) er godt for business.¹³⁰

Et øget fokus på diversitet i bestyrelserne og dens mulige effekt på performance har medvirket til at flere undersøgelser forsøger at teste sammenhængen mellem diversitet i bestyrelserne og virksomhedens performance. Flere studier viser at kvindelige topledere (executives) skaber værdi, og at virksomheder med flere kvindelige topledere genererer højere ROA (Singh, Vinnicombe, & Johnson, 2001 og Nguyen & Faff, 2012). Desuden reagerer aktiemarkedet positivt på kvindelige topledere i bestyrelserne (Campbell & Minguez-Vera, 2010).¹³¹ Ifølge nyere studier kan årsagerne til at kønsdiversitet har en betydning på performance skyldes, at de kvindelige bestyrelsesmedlemmer bidrager med udvidelse af de mulige perspektiver i bestyrelserne, da de kommer med andre erfaringer og viden.¹³² Lignende resultater er observeret af Associate professor Aaron A. Dhir's kvalitative analyse om de kvindelige (norske) direktører i bestyrelserne.¹³³

¹²⁹ Hagemeyer, Holst og Eden (2010) s.2 Accentures resultater kan ses i bilag 7 figur 12-14.

¹³⁰ Ibid s. 2

¹³¹ POST og BYRON (2015) s. 1546

¹³² Ibid s.1548

¹³³ Liswood (2015)

I modsætning til ovennævnte findes der analyser som viser at kvindelige topledere og flere kvindelige topledere i bestyrelsen har en negativ indflydelse på regnskabstal (Darmadi, 2011, Minguez-Vera & Martin, 2011).

Casper Rose (2007) professor på CBS i bl.a. corporate governance tester bestyrelsens diversitet og dens betydning på performance i de danske børsnoterede virksomheder i perioden 1998-2001. Hans analyser viser at bestyrelsens sammensætning er domineret af mænd. Andelen af kvinder udgjorde ca. 4% andelen bestyrelsesmedlemmer med en anden etnisk baggrund (end dansk) udgjorde 7%. 29% af samtlige medlemmer havde en økonomisk baggrund, 22% en ingeniør baggrund og 12% en jurist baggrund. Rose finder ingen signifikant sammenhæng mellem virksomhedens performance og bestyrelsens diversitet når det kommer til køn, uddannelsesbaggrund og etnicitet. Han opfordrer til case studies som kan give indblik i beslutningsprocesser i bestyrelser, da statistiske undersøgelser har svært ved at fange bestyrelsesmedlemmernes interpersonelle forhold samt den kompleksitet, der er i forbindelse med bestyrelsens beslutningsprocesser.¹³⁴ Studies foretaget af Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010; Shrader, Blackburn, & Iles, 1997 er kommet frem til samme resultater som Rose (2007).¹³⁵

På den ene side taler de førstnævnte analyser for at diversitet og kvinder i bestyrelser bidrager positivt til virksomhedens værdiskabelse, og på den anden side taler de sidstnævnte imod da man ikke har kunnet finde en sammenhæng. Konklusionen bliver så at hvis de sidstnævnte analyser holder er diversitet i bestyrelserne ikke relevant for værdiskabelse og virksomhedens performance. Hvis de førstnævnte undersøgelser holder og kønsdiversitet samt andre faktorer såsom nationalitet og baggrund har en positiv indflydelse på værdiskabelse, så må det antages at bestyrelsesstrukturen er vigtig for virksomhedens resultater og at der gennem corporate governance kan skabes yderligere værdi. I næste afsnit vil ejerstrukturen og bestyrelsessammensætningen (køn, nationalitet og uafhængige/afhængige) i Axcel, Maj Invests og Polaris' porteføljevirkomheder blive undersøgt.

5.4 Bestyrelsesstruktur i de danske porteføljevirkomheder - Axcel, Maj Invest og Polaris.

I dette og næste afsnit vil strukturen af porteføljevirkomheder samt managementselskabet for kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris blive analyseret. Identificeringen af antal bestyrelsesmedlemmer, uafhængighed, afhængighed af virksomheden er hentet fra Bisnode og information om kapitalfondenes managementselskab samt de investeringsansvarlige er baseret på

¹³⁴ Rose (2007) S. 410-412

¹³⁵ POST og BYRON (2015) s.1546

kapitalfondenes hjemmesider. Sidstnævnte information er for øvrigt indsamlet manuelt og al information som anvendes i analysen er dokumenteret i bilagene.

Analysen vil omhandle gennemsnitlig ejerandel, bestyrelsesstruktur i porteføljevirksomhederne dvs. gennemsnitligt antal af medlemmer, afhængige, uafhængige, kønsfordelingen og antal nationaliteter. Kønsfordelingen og nationalitet i de analyserede bestyrelser er skønnet og baseret på medlemmernes navne. Data om bestyrelsesmedlemmernes uddannelsesbaggrund har ikke været tilstrækkelig og er derfor udeladt af analysen. Analysen af managementselskaberne i Axcels, Maj Invest og Polaris dækker titler, køn samt uddannelsesbaggrund. Yderligere vil kapitalfondenes aktive ejerskab blive analyseret ved at undersøge om managementselskabet sidder i porteføljevirksomhedernes bestyrelser, og om de investeringsansvarlige (kapitalfondsrepræsentanter) også sidder i bestyrelser i de investeringer de er ansvarlige for. Desuden vil der undersøges om kapitalfondene rekrutterer sine bestyrelsesmedlemmer bredt ved at undersøge, om de samme bestyrelsesmedlemmer besidder flere bestyrelsesposter, i de analyserede porteføljevirksomheder.

De danske kapitalfonde Axcels, Maj Invest og Polaris ejer en portefølje på i alt 32 virksomheder som er fordelt henholdsvis på 7, 16 og 9 virksomheder (oktober 2016). Af de respektive kapitalfondes porteføljer har det været muligt at analysere henholdsvis 78%, 100% og 69%. Udeladelsen af de resterende virksomheder skyldes at de er svensk eller finsk registrerede virksomheder.

Nedenstående tabel viser den gennemsnitlige ejerandel for kapitalfondene Axcels, Maj Invest og Polaris. I gennemsnit ejer kapitalfondene mere end 60% af porteføljevirksomheden hvilket tyder på et relativt koncentreret ejerskab, som giver mulighed for aktivt ejerskab.¹³⁶

Figur 10: Kapitalfondenes gennemsnitlig ejerandel.

Fond	Axcels	Maj Invest	Polaris
Gns ejerandel	76,4%	67,7%	70,4%
Portefølje	7	16	9

Kilde: Egen tilvirkning baseret på de respektive kapitalfondes hjemmesider samt Bisnode.

Nedenstående tabel til viser en oversigt over de 3 analyserede kapitalfondes investeringer fordelt på brancher og som man kan se er de fleste opkøb foretaget inden for teknologi, fremstilling og

¹³⁶ Se Bilag 8 figur 15 for en oversigt over fonde, porteføljevirksomhed CVR nummer, industrien og ejerandel.

service. Investeringer i den teknologiske branche kan være forbundet med større risici, i forhold til fremstillingsbranchen som blev beskrevet som en stabil branche i kapitel 2. I kapitel 2 var fremstillingsbranchen også den foretrukne branche blandt de 9 danske kapitalfonde i 2008.

Tabel 5. Investeringer fordelt på brancher.

Branche	Antal	Branche i %
Teknologi	11	34%
Fremstilling	11	34%
Service	5	16%
Detail	3	9%
Transport	2	6%
I alt	32	100%

Kilde: Egen tilvirkning baseret på de respektive kapitalfondes hjemmesider.

Nedenstående tabel viser branchefordelingen fordelt over kapitalfondene og ud fra tabellen kan man analysere sig frem til at Axcel har specialiseret sig inden for teknologi, Maj Invest mest inden for fremstilling og Polaris har fordelt sine investeringer mere jævnt over de 5 brancher. Kapitalfonde er ikke specialister, men analysen kan tyde på at de analyserede kapitalfonde har investeringspræferencer.

Tabel 6. Investeringer fordelt på kapitalfonde.

	Axcel	Maj Invest	Polaris	I alt
Detail	1		2	3
Fremstilling	1	8	2	11
Service		4	1	5
Teknologi	5	4	2	11
Transport			2	2
I alt	7	16	9	32

Kapitalfondene Axcel, Maj Invest og Polaris har henholdsvis 29 bestyrelsesmedlemmer fordelt på 7 porteføljevirkksomheder, 65 fordelt på 16 porteføljevirkksomheder og 48 fordelt på 9 porteføljevirkksomheder. Porteføljevirkksomhedernes bestyrelser har en størrelse i gennemsnittet på henholdsvis 4,1, 4,3 og 5,6 bestyrelsesmedlemmer. Størrelsen på bestyrelserne kan have en sammenhæng med størrelsen på virksomheden. Bestyrelser i porteføljevirkksomhederne ejet af Axcel er mindst, men ligger relativt i samme størrelse som Maj Invests bestyrelser. Disse to

kapitalfonde har færre bestyrelsesmedlemmer sammenlignet med porteføljevirksohmhedsbestyrelser ejet af kapitalfonden Polaris. Ud fra teorien ejer kapitalfonden Polaris større virksomheder sammenlignet med de andre

Bestyrelser består både af afhængige samt uafhængige medlemmer. De afhængige medlemmer er bestyrelsesmedlemmer som også sidder i direktionen og i alt har de analyserede porteføljevirksohmheder 142 bestyrelsesmedlemmer tilsammen.

Axcel har ingen afhængige medlemmer i sine bestyrelser. Dvs. de 29 bestyrelsesmedlemmer består udelukkende af uafhængige medlemmer. Maj Invest har 3 afhængige medlemmer (Solum A/S, Svendsen Sport A/S og Godt smil) ud af 65 bestyrelsesmedlemmer (4,6%), og Polaris har 2 afhængige ud af 49 bestyrelsesmedlemmer (4%). Der kan være flere årsager til at bestyrelserne er sammensat af flest uafhængige repræsentanter. Størrelsen på virksomheden kan have betydning og volatiliteten i branchen kan også spille ind. Jo større virksomhed des større bestyrelser, og jo mere volatil branchen er, des flere uafhængige medlemmer har den brug for. Dette skyldes at uafhængige medlemmer leder til heterogene ressourcer, perspektiver og færdigheder (He, 2005; Pfeffer and Salancik, 1978).¹³⁷ Desuden giver flere uafhængige medlemmer bedre monitorering af direktionen. Ulempen ved at der ingen eller næsten ingen afhængige medlemmer er i de analyserede porteføljevirksohmheders bestyrelser er, at disse muligvis besidder en mindre virksomhedsspecifik viden. Yderligere kan man se at de uafhængige medlemmer udgør flertallet i bestyrelsen, hvilket opfylder lovgivningen i dansk selskabsret, som blev beskrevet i ”Ledelsesmodel”

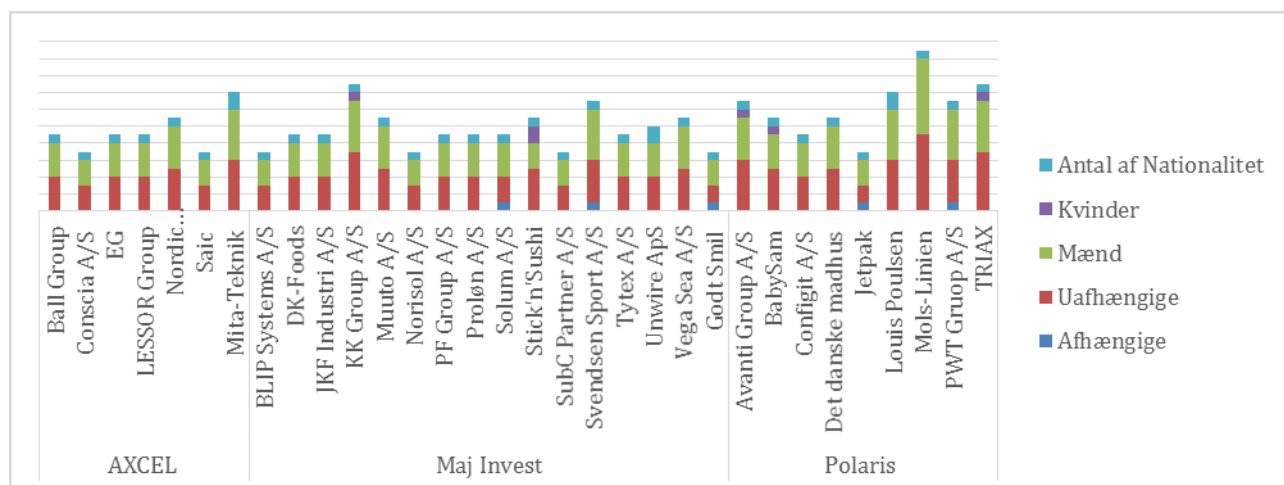
Axel har ingen kvindelige medlemmer i sine bestyrelser ud af samtlige 29 bestyrelsesmedlemmer, Maj Invest har 3 kvindelige bestyrelsesrepræsentanter ud af 65 (4,6%) bestyrelsesmedlemmer og Polaris har 3 kvindelige bestyrelsesmedlemmer ud af 49 (6,1%). Ud fra en diversitetsbetragtning er Axcel mindst diversificeret og Polaris mest diversificeret når det kommer til kønsfordelingen.

Når det kommer til nationaliteter har Axcel kun én nationalitet i 6 ud af de 7 porteføljevirksohmheder, og det er i porteføljevirksohmheden Mita-Teknik, som har 2 nationaliteter i sin bestyrelse. Maj Invest har også kun én nationalitet i 15 ud af 16 porteføljevirksohmheder, hvilket er i Uniwire. I Polaris ser man samme tendens at 8 ud af 9 porteføljevirksohmheders bestyrelser kun har en nationalitet, hvor det er Louis Poulsens bestyrelse som er sammensat med 2 nationaliteter.¹³⁸

Figur 11. Bestyrelsesstrukturen i de analyserede porteføljevirksohmheder.

¹³⁷ Braun og Latham (2007) s. 873.

¹³⁸ Se bilag 9 figur 16.



Kilde: Egen tilvirkning baseret på Bisnode samt de respektive kapitalfondes hjemmeside.

Ovenstående graf viser bestyrelsens struktur i de 32 analyserede porteføljevirksomheder ejet af kapitalfonden Axcel, Maj Invest og Polaris.

For hver porteføljevirksomhed er der en investeringsansvarlig som repræsenterer kapitalfonden og oftest er disse partnerne i managementselskabet. I dette afsnit undersøges hvor aktive de 3 kapitalfonde er i deres investeringer. Kapitalfondenes aktive ejerskab kan vurderes ud fra om den investeringsansvarlige partner, som repræsenterer kapitalfonden, også besidder en bestyrelsespost i virksomheden denne er investeringsansvarlig i. Dette vurderes som "aktivt ejerskab" og desuden kan den ansvarlig investeringspartner sidde i flere porteføljevirksomhedsbestyrelser ejet af samme kapitalfond, hvilket også tyder på aktivt ejerskab. Der undersøges også hvor mange i bestyrelsen som er fra managementselskabet derfor også repræsenterer aktivt ejerskab.

I bilag 10 figur 18 kan man se at hver porteføljevirksomhed har en investeringsansvarlig som repræsenterer ejeren, kapitalfonden, og dette er i kolonne "Investeringsansvarlig partner".¹³⁹ I Axcel er der kun 2 investeringsansvarlige som også sidder i den bestyrelse de er investeringsansvarlig i (kolonne "Ansvarlig og i bestyrelsen"). I Maj Invest og Polaris er der 4 investeringsansvarlige som også sidder i bestyrelsen, hvilket kan tyde på at de investeringsansvarlige som repræsenterer kapitalfonden er mere aktive i Maj Invest og Polaris. Yderligere kan man se i kolonnen "Antal fra managementselskabet" at samtlige kapitalfonde er præsenteret med mindst ét bestyrelsesmedlem i alle porteføljevirksomhederne, hvilket tyder på at de analyserede kapitalfonde har et aktivt ejerskab. Analyserer man nærmere har Axcel kun én

¹³⁹ Se venligst bilag 10 figur 18.

virksomhed som har flere end et bestyrelsesmedlem fra managementselskabet og dette er virksomheden Nordic Waterproofing, hvor der er 3 bestyrelsesmedlemmer fra Axcel. I Maj Invest sidder der 2 bestyrelsesmedlemmer som er fra managementselskabet i 4 virksomheder; KK Group A/S, Svendsen Sport A/S, Unwire A/S og Vega Sea. Polaris har ligesom Maj Invest 2 bestyrelsesmedlemmer fra managementselskabet i 4 virksomheder; Avanti Group A/S, Det danske madhus, Triax og PWT Group A/S. Ovenstående indikerer også at Maj Invest og Polaris fører et mere aktivt ejerskab i sine porteføljevirkomheder. I bilag 11 figur 19 kan man se hvilke partnere som er ansvarlige for hvilke porteføljevirkomheder i kolonnen ” Investeringsansvarlig” og hvem af disse som også er bestyrelsesmedlemmer i andre porteføljevirkomheder.

Ifølge teorien rekrutterer kapitalfondene sine bestyrelsesmedlemmer i porteføljevirkomheden gennem deres brede netværk. Der undersøges om de samme bestyrelsesmedlemmer besidder flere bestyrelsesposter i porteføljevirkomheder.¹⁴⁰ Hvis bestyrelsesmedlemmerne har flere ledelseshverv indenfor porteføljevirkomhederne, kan tyde på at kapitalfonde ikke rekrutterer bredt, men ansætter bestyrelsesmedlemmer som de ”kender” eller muligvis kan det være brancherelatere. Analysen i bilag 11 figur 20 viser at ud af 106 bestyrelsesmedlemmer, som ikke inkluderer managementselskabet besidder kun 6 medlemmer mere end én bestyrelsespost. Hver af disse besidder 2 bestyrelsesposter og 4 ud af 6 bestyrelsesmedlemmer sidder i bestyrelser i lignende brancher.¹⁴¹ En analyse af Rose viser at det enkelte bestyrelsesmedlem i børsnoterede selskaber i perioden 1998-2001 har i gennemsnittet 5,2 ledelseshverv, hvilket er meget højere sammenlignet med de analyserede porteføljevirkomhedsbestyrelser.¹⁴² Dette tyder på at børsnoterede virksomheder ikke rekrutterer bredt og ansætter de samme personer fra ”The old boy network”. Ud fra ovenstående kan der konkluderes at kapitalfondene rekrutterer forskellige bestyrelsesmedlemmer gennem deres brede netværk og kun 5,6% (6 ud af 106) har mere end ét ledelseshverv.

De analyserede kapitalfonde ejer i gennemsnittet mere end 60% af sine porteføljevirkomheder hvilket tyder på et koncentreret ejerskab. Desuden består bestyrelserne i gennemsnittet af mellem 4,1 og 5,6 medlemmer, hvilket muligvis minimerer free rider problemet. At ovennævnte analyserede bestyrelser består næsten udelukkende af uafhængige medlemmer medfører effektivt

¹⁴⁰ Se bilag 11 figur 20, Overblik over samtlige 106 bestyrelsesmedlemmer.

¹⁴¹ Bilag 12 figur 21 viser overblik over de 6 bestyrelsesmedlemmer og brancher.

¹⁴² Rose (2004) s. 13

monitorering af direktionen. Yderligere viser analysen at Polaris har mest diversitet i sine porteføljevirkningsbestyrelser når det kommer til kvindelige repræsentanter og Axcel har ingen kvindelig repræsentanter. Når det kommer til nationalitet er der samme tendens i samtlige bestyrelser, hvor der maks. er én nationalitet repræsenteret udover flertallet. Samtlige kapitalfonde har mindst én kapitalfondsrepræsentant i sine porteføljevirkningsbestyrelser som tyder på aktivt ejerskab. Dog har kapitalfondene Maj Invest og Polaris 4 porteføljevirkningsbestyrelser hver især hvor der sidder 2 kapitalfondsrepræsentanter fra managementselskabet. I Axcel gør dette sig kun gældende i én virksomhed hvor der så sidder 3 bestyrelsesmedlemmer.

Konklusionen på bestyrelsesstrukturen må være at, hvis analyserne om at diversitet fra det foregående afsnit ikke har nogen indflydelse på performance skaber kapitalfondene allerede værdi gennem bestyrelsesstrukturen, som er relativt homogent sammensat set ud fra størrelse, køn og nationalitet. Omvendt kan der konkluderes at hvis undersøgelserne om at køns og nationalitetsdiversificering har en positiv indflydelse på værdiskabelse må det antages at de danske kapitalfonde gennem corporate governance kan skabe yderligere værdi i sine porteføljevirkningsbestyrelser.

5.4.1 Managementselskabets struktur - Axcel, Maj Invest og Polaris

Managementselskabet som er den reelle værdiskaber og skaber værdi gennem sine investeringsbeslutninger og sin struktur er vigtigt, da de både udvælger target-virksomhederne, har ansvaret for investeringerne og kan sidde i porteføljevirkningsbestyrelser. Analysen dækker managementselskabets ansatte; Partners, Directors, Investment Managers, Associate Directors samt Associates. Ud fra de respektives hjemmesider har det været muligt at identificere deres titler, navne, køn og uddannelsesbaggrund. De sammenlignelige kapitalfondes managementselskaber (investeringshold) består af Axcel, Maj Invest og Polaris og disse udgør henholdsvis 19, 12 og 15 i managementselskabet. Tilsammen udgør kapitalfondenes managementselskaber 46 personer hvor uddannelsesbaggrunden for 2 personer ikke er oplyst.¹⁴³

De ansatte i nedenstående tabel er fordelt ud fra deres uddannelsesbaggrund og er opdelt i to kategorier

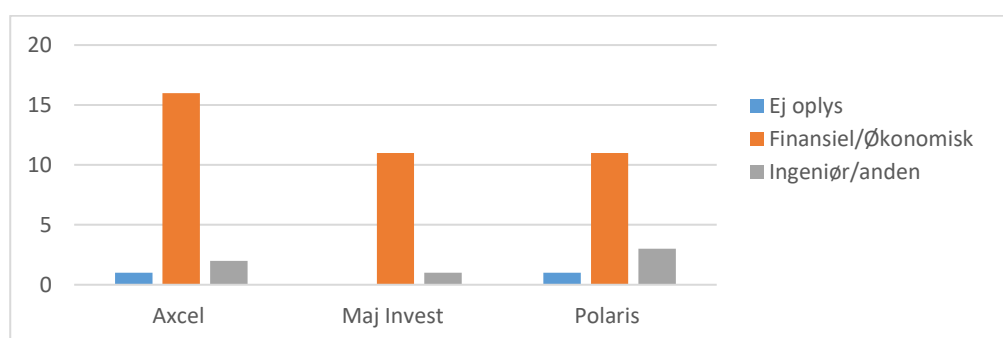
A) Finansiell/Økonomisk

B) Ingeniør/Anden uddannelse.

¹⁴³ Modellen er inspireret af Christensen og Andersen (2007)

Resultaterne er at i Axcel har 84% (16 ud af 19) af managementselskabet en finansiell eller økonomisk baggrund og 10,5% har en ingeniør eller anden baggrund. De sidste 5% er ikke oplyst. Maj Invest har 92% af de ansatte i sine investeringsteams med en finansiell eller økonomisk baggrund, og Polaris har 73% af investeringsteames'ene en finansiell eller økonomisk baggrund og 20% har en ingeniør eller anden baggrund (7% ej oplyst). Der kan konkluderes, at investeringsteams i Axcel og Maj Invest har homogene investeringsteams når det kommer til uddannelse og at Polaris er relativt mere diversificeret i medarbejdernes baggrunde.

Figur 11. Uddannelsesbaggrund fordelt på de tre aktive kapitalfonde i Danmark.



Kilde: Egen tilvirkning baseret på de respektive kapitalfondes hjemmesider (Oktober 2016).

Ovenstående figur viser medarbejderne i managementselskabet fordelt på uddannelsesbaggrunde i de tre mest aktive danske kapitalfonde. Polaris er diversificeret når det kommer til medarbejdernes uddannelsesbaggrund og Axcel er mest homogen i managementselskabets struktur.¹⁴⁴

5.4.2 Det underrepræsenterede køn i de danske kapitalfonde

I Danmark viser en undersøgelsen (2013) fra Preqin (online database) over alternative investeringer, at det kvindelige køn i danske kapitalfonde fonde udgør 11,6%.¹⁴⁵ I de analyserede kapitalfonde er der ingen kvindelige repræsentanter i managementselskaberne, hvorved der konkluderes at det er færre end Preqins undersøgelse. De analyserede managementselskaber er homogene og består 100% af mandlige repræsentanter¹⁴⁶, selvom at branchen (DVCA) gerne vil en anden kønsfordelingen. Det skyldes at man ønsker at se på problemstillinger fra forskellige synsvinkler. Rikke Kjær Nielsen, som er direktør i kapitalfonden EQT, mener man mister måder at anskue

¹⁴⁴ Se bilag 13 figur 22 for detaljeret oplysninger med titler, navne og uddannelse.

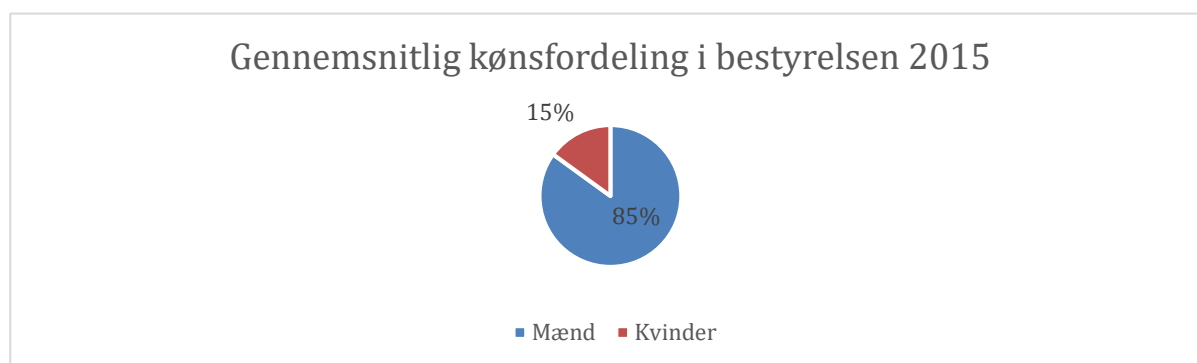
¹⁴⁵ www.business.dk/karriere/kvinder-styrer-uden-om-kapitalfonde

¹⁴⁶ Se bilag 14 figur 23 for en oversigt over managementselskabet, titel, uddannelse og køn.

virksomheder og investeringsmuligheder på ved ikke at have flere kvinder i kapitalfonde.¹⁴⁷ De danske kapitalfonde har svært ved at tiltrække kvinder og har kun to kvindelige ansatte på partner eller direktørniveau (2015).¹⁴⁸

Erhvervsstyrelsens rapport (2015) som er foretaget på de største danske virksomheder, hvor hovedparten er børsnoterede virksomheder viser at 52% af de 169 virksomheder ikke har nogen kvindelige repræsentanter og i gennemsnittet udgør kvindeandelen kun 15% af hver bestyrelse i modsætning til mænd som udgør i gennemsnittet 85%.¹⁴⁹ At de kvindelige repræsentanter i de danske børsnoterede virksomheder udgør 15% er lidt højere sammenlignet Preqin undersøgelse over de danske kapitalfonde (11,6%). Tallet er også højere end de gennemsnitlige undersøgte porteføljevirkomheders bestyrelser og kapitalfondenes investeringsteams ejet af Axcels, Maj Invest og Polaris som ingen kvindelige repræsentanter har.

Figur 12. Kønsfordeling i bestyrelserne i de største danske virksomheder.



Kilde: Erhvervsstyrelsen (2015).

Grafen viser at kvinder i de 169 danske bestyrelser udgør 15% og mændene udgør 85%. Kapitalfonde rekrutterer gennem deres internationale netværk og flyttes blikket på de europæiske bestyrelser er kønsfordelingen ikke meget anderledes.¹⁵⁰ Da diversitet i bestyrelserne leder til bedre beslutningstagen grundet bedre indsigt i markeder, kunder, medarbejdere og forretningsmuligheder¹⁵¹ kan de analyserede kapitalfonde muligvis gå glip af vigtige ressourcer til værdiskabelse gennem deres struktur i porteføljevirkomhedernes bestyrelser samt managementselskabernes. En ændring i porteføljevirkomhedernes bestyrelsessammensætningen og

¹⁴⁷ www.business.dk

¹⁴⁸ www.jyllands-posten.dk

¹⁴⁹ www.erhvervsstyrelsen.dk

¹⁵⁰ Se bilag 15 figur 24 for bestyrelsesmedlemmer fordelt på køn i Europa.

¹⁵¹ Thomsen og Conyon (2012) s. 155

i managementselskabernes investeringsteams kan være en alternativ kilde til værdiskabelse gennem corporate governance. En alternativ kilde til værdiskabelse er vigtig, da eksempelvis kapitel 3.3 viste at værdiskabelse gennem gældsoptagelse har vist sig at udgøre en mindre andel sammenlignet med tidligere.

5.4.3 Delkonklusion

Ejerstrukturen handler om identiteten samt koncentrationen af virksomhedens ejere. Større aktionærer har et større incitament til at monitorere ledelsen. Da omkostningerne afholdes af den som monitorerer og det forventede payoff deles blandt alle aktionærerne opstår free rider problemet. Kapitalfonden er storaktionæren, men har spredt sin risiko ved at eje flere porteføljevirkomheder. Forskellen på det koncentrerede og spredte ejerskab er at få storaktionærer ejer en relativ stor aktieandel af den samlede aktiekapital og en spredt ejerstruktur har mange aktionærer som hver især kun ejer en beskedne andel af aktiekapitalen. I en going private transaktion skaber det koncentrerede ejerskab værdi ved at reducere agency costs og free rider problemet. DeAngelo, DeAngelo og Rice's (1984) analyse viser at virksomhedens værdi steg med 30,4% så snart at den blev afnoteret. Analysen af Maupin (1987) viser en værdistigning på 21,8% i MBO-overtagelser.

Vintens analyse viser at de virksomheder som oplever en mere koncentreret ejerstruktur efter kapitalfondenes opkøb ikke oplever en signifikant indflydelse på rentabiliteten. Selskaber i Danmark anvender oftest den to-strengede ledelsesmodel hvor ledelse og tilsyn er adskilt. Bestyrelsen har det overordnede ansvar og direktion varetager den daglige ledelse. I praksis er det kapitalfondene som har det overordnede ansvar og ansætter, afskediger samt monitorerer ledelsen. Spliids case studies viser at bestyrelsen sjældent deltager i beslutningerne. Desuden er medarbejderindflydelsen blevet reduceret i de 3 cases.

Forskere er ikke helt enige om bestyrelsens struktur har indflydelse på performance og bestyrelsens diversitet er blevet et vigtigt emne i corporate governance.

Australske analyser viser at virksomheder med større bestyrelser og flere executives tiltrækker kapitalfonde hvilket kan skyldes et free rider problem og mindre effektiv monitorering.

De danske kapitalfonde Axcel, Maj Invest og Polaris's ejer i gennemsnittet mere end 60% af sine porteføljevirkomheder. Den gennemsnitlig størrelse porteføljevirkomheds bestyrelsesstørrelse er større i Polaris sammenlignet med de andre. De fleste medstyrelsesmedlemmer i samtlige porteføljevirkomheder er uafhængige. Kønsfordelingen er mindst diversificeret i Axcel og Polaris har mest diversifikation. Samtlige porteføljevirkomheder har kun én nationalitet udover flertallets.

Samtlige kapitalfonde har mindst én repræsentant i sine porteføljevirksohmehes bestyrelser og analysen viser at Maj Invest og Polaris muligvis er mere aktive i sine porteføljevirksohmeheder, da disse er oftere repræsenteret i bestyrelsen sammenlignet med Axccl. Desuden rekrutterer kapitalfondene bredt i deres bestyrelser og kun 6 medlemmer havde flere en ét ledelseshverv hvor 4 er brancherelaterede. Kønsfordelingen i managementselskabet er homogent, og ingen kapitalfonde har kvindelige repræsentanter. Desuden har majoriteten i managementselskaberne en finansiel eller økonomisk baggrund. Hvis studierne om diversitet og at de kvindelige topledere skaber værdi i virksomhederne holder, må der antages at kapitalfondene kan skabe yderligere værdi gennem corporate governance ved at ændre bestyrelsesstrukturen samt strukturen i managementselskabets investeringsteams.

6. Svagheder ved kapitalfondenes forretningsmodel - En diskussion

Kapitalfondes forretningsmodel har mange styrker, men forretningsmodellen har også sine svagheder. Svaghederne i forretningsmodellen såsom konsekvenserne af relativt meget gæld, ulemper ved det koncentrerede ejerskab og fokus på shareholder value i modsætning til stakeholder value vil blive diskuteret herunder. Diskussionen tager primært udgangspunkt i allerede analyserede corporate governance teorier og kapitalfondenes forretningsmodel.

6.1 Gældsoptagelse

Gældens betydning i kapitalstrukturen er central og udgjorde fra afsnittet omhandlende kapitalstrukturen ca. 62% (2015). Fra et corporate finance og corporate governance perspektiv forpligter gælden og forhindrer empire building. Svagheden med relativt høj gældsandel i kapitalstrukturen er at den giver virksomheden infleksibilitet. Gæld som et disciplineringsværktøj for porteføljevirksohmehedernes ledelse forudsætter at virksomheden ikke allerede er i en stresset situation. I nogle tilfælde kan gælden føre til bedre ressourceanvendelse og i andre forværrer det virksomhedens økonomiske stress situation. Når makroøkonomiske faktorer ændrer sig til lavkonjunktur, eller når renter stiger i makroøkonomiske opsving og renten på lånene også stiger kan det få konsekvenser for porteføljevirksohmeheden. Af flere årsager kan indtjeningen svigte, og det skyldes ikke altid en ineffektiv ledelse, og er det uden for virksomhedens kontrol får gælden store konsekvenser. Virksomhedens konkurs kan påvirke andre selskaber, datterselskaber, interessenter som leverandører og kunder og derfor kan konkurser have konsekvenser for virksomheden og dens omgivelser Kapitalfonde kan komme med yderligere kapital da

forretningsmodellen har mere fleksibilitet som blev nævnt i afsnit 5.1, men kapitalfonde har også et loft og kan vælge at smække kassen i.¹⁵²

I afsnittet 3.1.3 anbefaler Jensen at udlodde den overskydende likviditet. Udlodning til aktionærene kan ske enten via tilbagekøbe af aktier eller gennem udbetaling af dividende. Kapitalfonde anvender sidstnævnte og udlodder den overskydende likviditet som dividende for at optimere kapitalstrukturen i porteføljevirkomheden. Ud fra et corporate finance perspektiv er det modne virksomheder med meget free cash flow og få profitable investeringer som bør udlodde.¹⁵³ Vintens analyse viste at porteføljevirkomhederne er større virksomheder sammenlignet med kontrolgruppen og har stabile cash flows. Det kan diskuteres, hvor hensigtsmæssigt det er at kapitalfondene udlodder det free cash flow for derefter at optage gæld, som modellen er bygget på. For børsnoterede virksomheder kan udlodning have signalværdi¹⁵⁴, men for kapitalfonde hænger det bl.a. sammen med en optimal kapitalstruktur samt disciplineringen af ledelsen. I princippet kan kapitalfonde anvende BCG growth share matrix hvor det er modne divisioner eller produkter som befinder sig i ”cash cows” som genererer det free cash flow og kan finansiere ”stars” som er i vækstfasen.¹⁵⁵ Således behøver virksomheden ikke altid at benytte sig af ekstern finansiering til sine business units. Udlodning samt gældsoptagelse giver tilsammen virksomheden mindre fleksibilitet, men kapitalfonde tillægger ikke ”finansiell slack” meget fokus (cash reserver til en ”regnfuld” dag) grundet forretningsmodellens hurtige adgang til likviditet.

6.2 Det finansielle strategiske perspektiv

Kapitalfondenes gældsoptagelse som skal presse ledelsen til at investere i positive NPV projekter tager udgangspunkt i et finansielt teoretisk perspektiv. Ud fra et finansielt strategisk perspektiv opstår der en svaghed i modellen. Fra et finansielt strategisk udgangspunkt kan man acceptere negative NPV investeringer på kort sigt, hvis investeringen eksempelvis giver virksomheden mulighed for at agere på nye markeder. Adgang til nye markeder, produkter og andre type investeringer kan på længere sigt føre til konkurrencemæssige fordele således at porteføljevirkomheden opnår eksempelvis en first mover advantage eller en second mover advantage. Svagheden ved kun at acceptere positive NPV investeringer er at det kan lede til at,

¹⁵² Spliid (2007) s. 26

¹⁵³ Brealey, Myers and Allen (2011) s. 438

¹⁵⁴ Brealey, Myers and Allen (2011) s. 424.

¹⁵⁵ Brealey, Myers and Allen (2011) s. 864 se bilag 15 figure 25

porteføljevirksomheden går glip af investeringer, som på længere sigt kan tilføre virksomheden værdi. Det kan skade virksomhedens positionering, konkurrenceevne og eksistens.¹⁵⁶

Desuden viser analyser fra afsnit 3.4 at den operationelle værdi skabes mest gennem effektivisering og optimering af driften, selvom der i teorien både kan skabes værdi gennem ovenstående effektivisering, men også strategiske tiltag. Værdiskabelse kan ske gennem kapitalinvesteringer og ikke kun ”kortsigtet” finansiering hvor fokus er på optimering og effektivisering af eksisterende anlægsaktiver samt kontinuerlig optimering af kapitalstrukturen. Virksomheder er en going concern, men kapitalfondenes holding-periode gør kapitalfondsejerne til midlertidige ejere. I en going concern vil materielle investeringer bl.a. i nye markeder, produkter, og anlægsaktiver være nødvendigt for at sikre virksomhedens eksistens på langt sigt. Det kan diskuteres om kapitalfondenes investeringer er for kortsigtede og om kapitalfonde efterlader virksomheder, hvor optimering og effektiviseringsmuligheder er opbrugt.

Ovennævnte kan vurderes ud fra hvordan porteføljevirksomheder klarer sig i IPO's, som i kapitel 2.3 blev beskrevet som den tredje exit-mulighed. I en afhandling baseret på det europæiske marked i perioden 1994-2007 undersøges hvordan 318 europæiske private equity-backed IPO's klarer sig sammenlignet med S&P Europe 350 samt industri peers. Analysen viser at private equity-backed IPO's klarer sig signifikant bedre i perioden på 3 år sammenlignet med det europæiske marked og bedre end sine peers.¹⁵⁷ En anden analyse som dækker perioden 1998-2008 baseret på 321 amerikanske private-equity backed IPO's hvis performance sammenlignes med IPO's på S&P 500. Resultaterne viser at private equity-backed IPO's performer signifikant højere de første 12 måneder sammenlignet med de non-backed IPO's samt S&P 500. Resultaterne viser også at når der foretages et benchmark baseret på størrelse og industri, så er resultaterne at private equity-backed IPO's performer dårligere i perioden 24-36 måneder end sammenlignelige non-backed IPO's i perioden på børsen.¹⁵⁸ Yderligere findes der en empirisk analyse baseret på 49 engelske private equity-backed IPO's i perioden 2004-2008 hvor resultaterne sammenlignes med 702 non-backed IPO's (benchmark baseret på industri og størrelse). Analysen viser at private equity-backed i den analyserede periode ikke performer signifikant forskelligt fra non-backed IPO's.¹⁵⁹

Ovennævnte analyser viser forskellige resultater så svaret på om kapitalfonde investerer for kortsigtet er ikke entydigt. Hvis førstnævnte analyse holder de private equity-backed LBO's klarer

¹⁵⁶ Myers (1984) s. 92 Anvendes i faget køb og salg af virksomheder på Cand. merc.

¹⁵⁷ Johansson (2011) s. 56 og 62

¹⁵⁸ Virtanen (2014) S. 47

¹⁵⁹ Hansen og Nielsen (2012) 3. 39 og s. 108

sig bedre på end det europæiske marked samt sine peers, så kan man konkludere at kapitalfondenes forretningsmodel giver gode resultater på langt sigt. Dette tyder på at kapitalfonde investerer langsigtet og at forretningsmodellen er robust. Hvis private equity-backed IPO's klarer sig dårligere efter de første 12 måneder, så kan man konkludere at kapitalfondenes forretningsmodel ikke er robust på længere sigt, og at kapitalfonde optimerer kortsigtet. Hvis sidstnævnte analyse holder og private equity-backed IPO's ikke performer forskelligt fra non-backed IPO's, så kan det tyde på at værdiskabelsen er mest til fordel for kapitalfonden.

6.3 Koncentreret ejerskab

Kapitalfondenes koncentrererede og aktive ejerskab har sine styrker i at der bl.a. kan træffes hurtige beslutninger, og besidder kapitalfonden en stor aktieandel træffer de selv beslutningerne. Det koncentrerede ejerskab leder ofte til en centraliseret organisation hvor centraliseringen i praksis betyder, at beslutningskompetencen flyttes op i hierarkiet. Der opstår en "Top Down" management strategi og fordelene er at der er en klar ansvarsfordeling, men svaghederne ved modellen er at topstyring begrænser ledelsens og de ansattes fleksibilitet samt at det kan føre til mindsket motivation.¹⁶⁰ Som beskrevet i afsnit 5.3.2 kommer centralisering i kapitalfondenes forretningsmodel til udtryk i bestyrelsesniveauet. Bestyrelsen påtager sig rollen som sparringspartner og kapitalfonden er den ansvarlige for monitoreringen af porteføljevirkomheden samt at træffe beslutningerne. Da kapitalfonde har samme rammebetingelser som andre selskaber har bestyrelsen et ansvar og derfor kan det i praksis være uheldigt med en anden ansvarsfordeling. Bestyrelsen samt ledelsesmedlemmer kan blive erstatningspligtige for selskabets tab. OW Bunker sagen er et eksempel på en konkurs i 2014 hvor bestyrelsen, direktion og flere ledende medarbejdere er sagsøgt af OW Bunker investorerne.¹⁶¹

Desuden kommer centraliseringen tydeligt til udtryk i kapitel 5 i Spliids multiple case studies, hvor medarbejderindflydelsen blev reduceret under kapitalfondenes ejerskab. En reduceret medarbejderindflydelse vil som regel demotivere medarbejderne, påvirke deres jobtilfredshed og til sidst have en indflydelse på virksomhedens resultater. Svagheden ved kun at involvere topledelsen når der skal træffes beslutninger er at kapitalfonde kan gå glip af nyttig information og viden som en leder eller medarbejder lavere i hierarkiet besidder. Det er medarbejdere som har indsigt i

¹⁶⁰ Jacobsen og Thorsvik s. 81 (2013).

¹⁶¹ www.dr.dk

processerne og kender til detaljerne. Når beslutningerne bliver truffet på et lavere lederniveau er det baseret på bedre information.¹⁶²

6.4 Shareholder value overfor stakeholder value

I neoklassisk økonomiteori (1870 -1930) antages at virksomheder skal skabe værdi ved at maksimere shareholder value. Investeringen skal skabe det højst mulige afkast til ejerne, og kapitalfondenes forretningsmodel har netop fokus på shareholder value princippet. Danmark og resten af Skandinavien har en stakeholder value tankegang, hvor virksomheden opererer ud fra interessenterne interesser og ikke kun ud fra aktionærernes.¹⁶³

Da kapitalfondenes forretningsmodel er baseret på amerikansk organisationskultur kan det give nogle udfordringer og dermed nogle svagheder set fra et stakeholder perspektiv.

Danmark og USA har nogle ligheder, men også forskelle og det ligger ikke kun i den enstrengede versus den to-strengede ledelsesmodel. Organisationsanalytikeren Geert Hofstede har undersøgt flere kulturdimensioner og hans resultater viser at USA er kendt for en maskulin organisationskultur, som kommer af at samfundet er drevet af konkurrence, præstation og status for at demonstrere succes. Danmark er i modsætning til USA mest præget af en feminin kultur, som er kendetegnet ved at der fokuseres på solidaritet, work/life balance, og hvor præstationskulturen undertrykkes.¹⁶⁴

Med udgangspunkt i ovenstående kan man diskutere om kulturelle organisationsforskelle udfordrer kapitalfondenes forretningsmodel og om den passer i den danske organisationskultur.

6.4.1 Incitamentsaflønnning.

Afsnit 3.1.2 viste at performance afhængig incitamentsaflønnning anvendes i større grad i USA og motivationssystemet er udviklet og tilpasset amerikanske normer.¹⁶⁵ Ifølge analyserne i kapitel 4 har incitamentsaflønnning en signifikant positiv indflydelse på performance i nogle intervaller af aktiekapitalandelen baseret på amerikanske og engelske analyser. Rose har testet incitamentsaflønnning (aktier og optioner) på de danske børsnoterede virksomheder og resultaterne er også at incitamentsaflønnning har en signifikant positiv indflydelse på performance variabelen.¹⁶⁶ Ud over at incitamentsaflønnning har en positiv indflydelse på performance skaber det også en ”corporate spirit”, hvor man kan få et fælles mål, mens ulempen er at de ansatte vil føle et pres fra

¹⁶² Forelæsning i økonomistyring (2016) kap 14.

¹⁶³ Thomsen og Conyon (2012) s. 286.

¹⁶⁴ Hofstede(1984) s. 83-84 og se bilag 16 figur 26 for forklaring.

¹⁶⁵ Spliid (2014) s. 258

¹⁶⁶ Rose (2004) s. 15

”de andre” til at arbejde i selskabets bedste. Når kapitalfonde overtager virksomheden tænkes og løbes der hurtigere, men blandt 49 tillidsfolk i de danske porteføljevirkksomheder svarer 2 ud af 3, at arbejdspresset er værre under kapitalfondsejerskabet. Det økonomisk pres på ledelsen medfører at ledelsen presser de øvrige medarbejdere.¹⁶⁷

En anden ulempe forbundet med incitamentsaflønning er at det skaber en ”gruppeakkord” for dem som er tildelt aflønningen, og at det kan gå ud over kvaliteten.¹⁶⁸

Møller og Nielsen (2004) argumenterer for at incitamentsaflønning skyldes at bestyrelsen ikke har tillid til deres direktørs loyalitet siden bestyrelsen vælger at aflønne med incitament. Ovennævnte kan perspektiveres til kapitalfonde, som anvender stærke incitament for managementselskabet og ledelsen i porteføljevirkksomheden. Kapitalfonde rekrutterer gennem deres netværker, men ud fra ovenstående kan det indikerer at de ikke har tillid til den administrerende direktørs loyalitet, business partnerne eller evt. deres kompetencer og evner. Derfor vælger kapitalfonde stærke incitamentsaflønninger, der skal sikre at man opnår de ønskede resultater.¹⁶⁹ Ovenstående er i tråd med den danske feminine organisationskultur som tager udgangspunkt i et stakeholder perspektiv og hvor præstationskulturen er undertrykt.

7. Konklusion

Kapitalfonde er karakteriseret ved at de udøver et aktivt og koncentreret ejerskab i deres porteføljevirkksomheder. Corporate governance er fokuset i afhandlingen og kapitalfonde skaber værdi ved at løse det grundlæggende problem deri; principal-agent problematikken. Principal-agent problematikken og asymmetrisk information reduceres gennem at anvende mellem 0-5% og over 20% af aktiekapitalandelen som incitamentsaflønning til ledelsen. Desuden skaber ledelsens medejerskab værdi idet den får ”hånden på kogepladen”. Analyser peger på at kapitalfonde ikke skaber værdi gennem insider information (asymmetrisk information) om target-virkomheden, men at de er dygtige forhandlere eller benytter sig af markedstiming.

Kapitalfondene skaber værdi som storaktionærer ved at kunne kontrollere porteføljevirkomheden og udøve aktivt ejerskab. Aktivt ejerskab afhænger af ressourcer og kompetencer, og analysen viser at der er 5 faktorer, som har betydning for kapitalfondenes forskellige performance. Faktorerne som

¹⁶⁷ www.ugebreverta4.dk og se bilag 17 figur 27

¹⁶⁸ Møller og Nielsen (2004) s. 213 og s. 217

¹⁶⁹ Ibid s. 207

differentierer kapitalfondenes performance er at opsøge viden og ekspertise inden opkøbet.

Desuden skyldes god performance i kapitalfondene et fokus på præstationsincitament (15-20% af aktiekapitalen), timing af udskiftning af ledelsen samt at afsætte mest tid i initialfasen. Den sidste faktor er at planlægge og eksekvere ud fra planen.

Aktivt ejerskab giver kapitalfonde en komparativ fordel og muliggør at kapitalfonden kan blande sig i de overordnede business strategier, monitoring og sparring med ledelsen. Analysen viste at kapitalfonde rekrutterer flest business partnere med en finansiell eller revisionsbaggrund (68%) og operationel eller management konsulent baggrund (32%). Kapitalfonde kan skabe værdi ved at matche business partnernes baggrund ud fra type af opkøb (deal). Eksempelvis skaber business partnere med finansiell eller revisionsbaggrund mest værdi i opkøb baseret på M&A dreven strategi.

Den danske analyse foretaget af Thorkilgaard viste at de administrerende direktører tillægger corporate governance en relativ høj betydning, og at kapitalfonde ikke skaber værdi gennem sparring med ledelsen, men værdiskabelsen sker gennem den aktive og koncentrerede ejerstruktur. Amerikanske analyser viser at effekten af det koncentrerede ejerskab er positiv, og at virksomhedens værdi steg med 30,4% i en public-to-private transaktion og en 21,8% i værdistigning i løbet af første måned efter LBO-overtagelser.

Den danske analyse foretaget af Vinten på private-to-private transaktioner viser at kapitalfondenes opkøb havde en positiv, men ikke en signifikant indflydelse på rentabiliteten hvilket ikke er i tråd med teori om, at det koncentrerede ejerskab skaber værdi. Desuden viser Vintens analyse at høj gearing ikke leder til bedre performance, hvilket ikke stemmer overens med Jensens teori om gældsoptagelse og den free cash flow hypotese.

Egen analyse af de danske kapitalfonde dækker 32 porteføljevirkksomheder ejet af Axcels, Maj Invest og Polaris på henholdsvis 7,16 og 9. Kapitalfondene ejer i gennemsnittet mere end 60% af sine porteføljevirkksomheder, og den gennemsnitlige bestyrelse i Axcels, Maj Invest og Polaris udgjorde henholdsvis 4,1, 4,3 og 5,6 bestyrelsesmedlemmer. Kapitalfondene har flest uafhængige medlemmer i sine bestyrelser hvilket sikrer effektiv monitoring af direktionen. Axcels har mindst diversifikation, og Polaris er mest diversificeret når det kommer til kønsfordelingen, men samtlige porteføljevirkksomheder har kun én nationalitet udover flertallets. Samtlige kapitalfonde udøver aktivt ejerskab ved at have mindst én repræsentant i sine porteføljevirksoheders bestyrelser, men analysen viser at Maj Invest og Polaris er mere aktive i sine porteføljevirksoheders bestyrelser, da

disse har flere bestyrelsesmedlemmer som repræsenterer kapitalfonden. Desuden indikerer analysen at kapitalfonde rekrutterer bredt i sine bestyrelser, da 6 ud af 106 medlemmer har 2 ledelseshverv hvor de fleste er brancherelateret.

Strukturen i managementselskaberne er relativt homogene, da majoriteten enten har en finansiell eller økonomisk baggrund. Desuden viser analysen at der ingen kvindelige repræsentanter er i managementselskabet. Hvis studierne om diversitet og at de kvindelige topledere skaber værdi i virksomhederne holder, må der antages at kapitalfondene kan skabe yderligere værdi gennem corporate governance ved at ændre bestyrelsesstrukturen samt strukturen i managementselskabets investeringsteams.

Svagheder ved kapitalfondenes forretningsmodel er at den relativt høje gældsandel i kapitalstrukturen kan stresser porteføljevirkomhedens økonomiske situation og give infleksibilitet. Set fra et finansielt strategisk perspektiv kan der investeres på kort sigt i negativ NPV hvis det giver mulighed for en first mover eller second mover advantage. Ud fra empiriske analyser er det tvetydigt om private equity-backed IPO's klarer sig bedre eller dårligere sammenlignet med non-backed IPO's. På den ene side viser en analyse at kapitalfundsmodellen er langsigtet og robust, og på den anden side viser analyser at kapitalfondenes forretningsmodel er kortsigtet og kommer mest kapitalfonden til gode.

Svagheden med koncentreret ejerskab er centralisering hvor der oftest udøves en "Top Down" strategi, som kan være demotiverende. Yderligere har centraliseringen medført en uheldig ansvarsfordeling da bestyrelsen oftest ikke er med til at tage beslutningerne, selvom det er den, der står til ansvar.

Kapitalfondenes forretningsmodel er baseret på amerikanske normer og et shareholder value perspektiv hvilket er forskelligt fra Skandinavien. I Skandinavien tager organisationskulturen udgangspunkt i et stakeholder value perspektiv. Analysen viser at incitamentsaflønning, som er tilpasset amerikanske normer, får ledelsen til at tænke og løbe hurtigere, men det presser hele porteføljevirkomheden. Kapitalfondenes shareholder value perspektiv kommer til udtryk i et "utålmodigt ejerskab", hvor værdiskabelsen haster.

8. Litteraturliste

Databaser

Bisnode

Bøger

Thomsen Steen & Conyon Martin, 2012, Corporate Governance: Mechanisms and Systems, 1. Udgave, Forlag McGraw-Hill Education

Møller Michael & Nielsen, Niels Chr, 2004, Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed, 1 udgave, 1. opslag. Handelsskolens Forlag, 2004.

Jacobsen, Dag Ingvar; Thorsvik, Jan, 2013, Hvordan organisationer fungerer, 3. udgave, 1. opslag. Hans Reitzels Forlag, København.

Spliid, Robert, 2007, Kapitalfonde - rå pengemagt eller aktivt ejerskab, Børsens Forlag, København. 1 opslag, 1. udgave

Nygaard. C. 2012 Samfundsvidenskabelige analysemetoder, 2, udgave, Narayana Press, Gylling.

Andersen, Ib., 2009, Den skinbarlige virkelighed 4 udgave 2 opslag, Narayana Press, Gylling.

Brealey, Richard A., Myers Stewart C., og Allen Franklin, 2011 Principles of Corporate Finance 10 global ed, Published by McGraw/Hill/Irwin

Andersen Anders Nyboe og Melander Morten, 2007, Fra Boss til leveraged buyouts: En kapitalmarkedsretlig analyse, Karnov Group 1. udgave.

Harry Cendrowski, Louis W. Petro, James P. Martin, Adam A. Wadecki, 2012 Private Equity : History, Governance, and Operations, Publisher John Wiley & Sons Inc. 2 edition.

Plenborg & Petersen (2005): Petersen, Christian V & Plenborg, Thomas, Regnskabsanalyse for beslutningstagere, 1. udgave, 2005. Forlaget Thomson

Johnson G. Whittington R. Scholes K. Angwin D. Regnér P, 2015 Fundamentals of strategy 3 udgave, Pearson education limited

Artikler

Clarkson, Peter M. Pathan, Shams, Tellam. Andrew 2014 Do private equity target firms less effectual governance structures? Clarkson, Pathan, Tellam Australian Journal of Management, Vol.41(2), pp.244-270, SAGE Publications

Bloom, N., Sadun, R. & Van Reenen, J.2009 Do private equity-owned firms have better management practices? In: A. Gurung & J. Lerner, eds. Globalization of Alternative Investments. Working Papers, Volume 2: Global Economic Impact of Private Equity. New York: World Economic Forum, pp. 1–23.

Kaplan & Strömberg 2008 Leverage buyouts and Private Equity Journal of Economic Perspectives—Volume 22, Number 4 pp. 121-146

Berg Achim and Gottschalg F. Oliver, 2005, Understanding value creation generation buyouts Journal of Restructuring Finance, 02, 9.

M. C. Jensen and W. H. Meckling. 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure from the journal of financial economics 3, 305-360

Braun Michael R., Latham Scott F. 2007 "The governance of going private transactions: The leveraged buyout board of directors as a distinctive source of value", Management Decision, Vol. 45 Iss: 5, pp.866 - 882

Bacon, N., Wright, M., Demina, N., Bruining, H. & Boselie, P.2008. The effects of private equity and buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands. Human Relations, 61(10): 1399–1433.

Bacon, N., Wright, M., Meuleman, M. & Scholes, L., 2012. The impact of private equity on management practices in European buy-outs: Short-termism, Anglo-Saxon, or host country effects? *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 51: 605–662.

Bacon, N., Wright, M., Scholes, L. & Meuleman, M., 2010. Assessing the impact of private equity on industrial relations in Europe. *Human Relations*, 63(9): 1343–1370.

Demsetz, Harold & Lehn, Kenneth, 1985: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences in *The Journal of Political Economy* Vol. 93, No. 6 (Dec), pp. 1155-1177

Cuba 1990:17, Semestersamlingen videnskabssteori HA Almen (2016)

Appelbaum og Batt 2016, *How Private Equity Works-and Why It Matters*, Dollars & Sense; Jan/Feb Issue 322, p17

Modigliani og Miller, 1958 The cost of capital, *Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp. 261-297, American Economic Association

Graham, Harvey og Michael, 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics* vol. 77 (3) September, Pages 483–527

Jensen. M, 1989, *Eclipse of the public corporations*, Social Science Electronic Publishing (SSEP), Inc.; Harvard Business School;

Jensen. M 1991, Corporate Control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance* 4, no. 2 pp 13–33

Leslie Phillip, Oyer Paul 2008, *Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private equity*, The national bureau of economic research, NBER Working Paper No. 14331

Clarkson, Pathan, Tellam, 2016, Do private equity target firms less effectual governance structures?

Australian Journal of Management May 2016 vol. 41 no. 2 244-270

Singh Manohar, Davidson,Wallace. N, 2003, Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, Journal of Banking & Finance 27 793–816,

Jensen M, 2010, Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy (Harvard Business School) Journal of Applied Corporate Finance, Vol.22(1), pp.77-85 , John Wiley & Sons, Inc

Heel Joachim og Conor Kehoe, 2005, Why some private equity firms do better than others . McKinsey Quarterly. (2005), Issue 1, p24-26. 4p. 1 Color Photograph, 2 Charts

Knowles-Cutler, Semestersamling (2015) i valgfaget køb og salg af virksomheder, Artikel 13

Catelleneta & Gottschalg 2014, Does ownership matter in private equity? The sources of variance in buyouts' performance, Strategic Management Journal, Volume 37, Issue 2 Pages 330–348

Viral V. Acharya, Oliver F. Gottchal, Moritz Hahn, Conor Kehoe 2012, Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity Pp. 368-402, Oxford journals the review of financial studies.

Yeboah, Humphrey J.N, 2014 Tomenendal, Matthias ; Dörrenbächer, Christoph Competition & Change, Vol.18(2), pp.164-179 [Peer Reviewed Tidsskrift]

Cuny Charles J. and Talmor Eli, 2007, Theory and private equity turnarounds Journal of Corporate Finance, Volume 13, Issue 4, September, Pages 629–646, Private Equity, Leveraged Buyouts and Corporate Governance

DeAngelo, DeAngelo og Rice (1984), Going private: minority freezeouts and stakeholder wealth, The Journal of Law & Economics, 1 October 1984, Vol.27(2), pp.367-401 [Peer Reviewed Tidsskrift]

Maupin, R J 1987, Financial and Stock Market Variables as Predictors of Management Buyouts, Strategic Management Journal Vol 8 No. 4 (Jul-Aug 1987) pp 319-327

Hagemeier. W, Holst. A and Eden. M, Vive la différence! The journal of high-performance business, Outlook 2010, Accenture

Post. C & Byron K. 2015, Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis academy of Management Journal October 1, vol. 58 No. 5 1546-1571

Braun Michael R. Latham Scott F 2007, The governance of going private transactions:, The leveraged buyout board of directors as a distinctive source of value Management Decision, Vol. 45 Iss 5 pp. 866–882

Rose C. 2004. Bestyrelsessammensætning og finansiell performance i danske børsnoterede virksomheder – Er Nørbyrapportens anbefalinger til gavn for aktionærerne?, Working paper;2004-002

Rose C. 2007, Corporate Governance: An International Review: Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. Volume 15, Issue 2 March pp 404–413

Myers Stewart, 1984, Financial Theory and Financial Strategy,.The institute of Management Science.

Vol. 14, No. 1, Strategic Management, Jan. - Feb., pp. 126-137, Published by: INFORMS

Published: Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey and Roni Michaely. 2005, "Payout Policy In The 21st Century," Journal of Financial Economics, 2005, v77(3,Sep), 483-527.

Avisartikler og andre artikler

Kapitalfonde kæmper med kvinderne, Jyllands- Posten 05.04.2015

Ugebrevet A4, Kapitalfonde lægger pres på de ansatte, 26. november, 2007,

Kvinder styrer udenom kapitalfonde, Berlingske Business onsdag d. 27. november 2013

Kapitalfondenes konge Berlingske Business, Søndag d. 03. august 2014

Liswood L. Women Directors Change How Boards ,Work Harward Business Review, 17 februar 2015

Ph.d.erne og afhandlinger

Spliid Robert, 2014, Kapitalfondenes metoder og kompetencer Ph.D. skolen for Økonomi og Ledelse. PH.D Serie 16.2014.

Vinten, Frederik Christian, Essays on Private Equity, 2008 Ph.d Series 1.2008

Bennedsen. M, Thomsen S, Nielsen. S, Bundgaard. J, Nielsen. K, Poulsen. T.
CEBR- Centre for Economic and Business Research (Juni 2008) Private equity i Danmark

Thorkilgaard N. Value Creation in Private Equity Ownership, – A Survey among Danish Portfolio Companies, MSc in Advanced Economics and Finance Copenhagen Business School, 2012

Virtanen T. Performance of buyout-backed initial public offering- Evidence from the United States, Aalto University School of Business, masterthesis, 2014

Hansen. N og Nielsen. A. A The Post-Issue Operational Performance of Private Equity Backed Initial Public Offerings in UK, Copenhagen Business School, FIR, 2012

Johansson. L, The Performance of Private Equity-backed IPOs and the Effect of M&A-activity – A European Study, Degree Project Master of Science in Business and Economics, Lund Universitet 2009.

Christensen M. B og Andersen S. R, Kapitalfondsejerskab og performancemæssige konsekvenser, Kandidatafhandling, Copenhagen Business School, FIR 2009

Rapporter

DVCA (2008): Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde, 2008

DVCA (2011) Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde, 2011

DVCA (2015) Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde, 2015

PWC (2015) Bestyrelsesarbejde i Danmark (2015)

Rapport (2015) Gender Balance on Corporate Boards, Europe is cracking the glass ceiling.

Governance i Topdanmark, Rapport af v/administrerende direktør Michael Pram Rasmusse 29 okt 2002

ATP's alpha, 2006, Kapitalfonde – myter og realiteter

Achleitner & Capital Dynamics (2011) Value Creation in Danish Private Equity Exits May 2011

Erhvervsstyrelsen (2015) Kønsfordeling i de største danske virksomheder

Hjemmesider

www.axcel.dk/

www.polarisequity.dk/

www.majinvest.com

www.dvca.dk/

www.atp-pep.com

www.turbulens.net

www.business.dk/navne/kapitalfondenes-konge

www.pwc.dk

www.business.dk

www.ec.europa.eu

www.erhvervsstyrelsen.dk

www.ugebreveta4.dk

www.finans.dk

www.jyllands-posten.dk

www.geert-hofstede.com/denmark

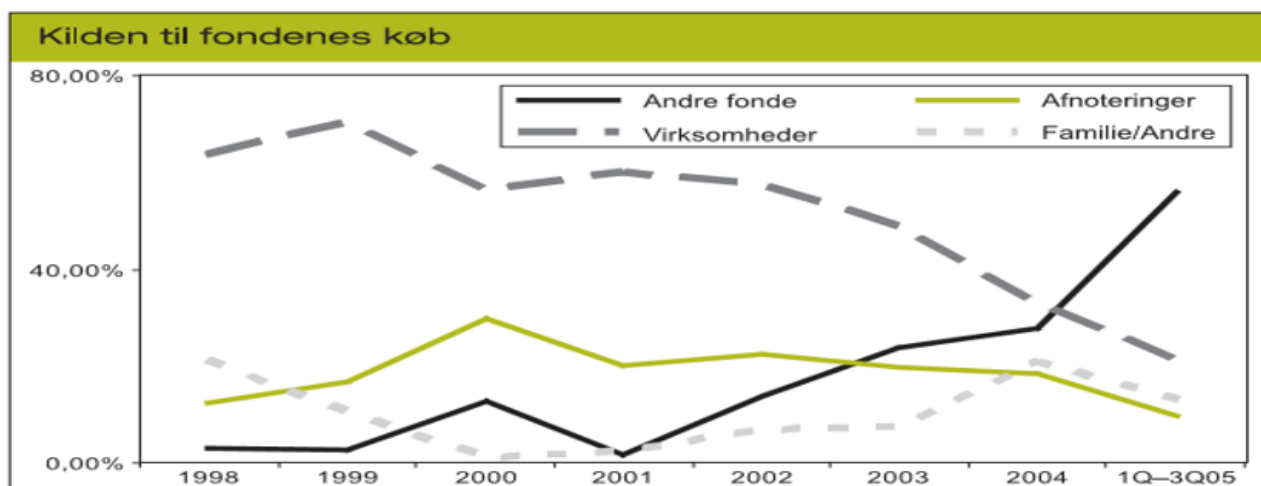
www.pharmadanmark.dk

www.investeurope.eu

9. Bilag

Bilag 1

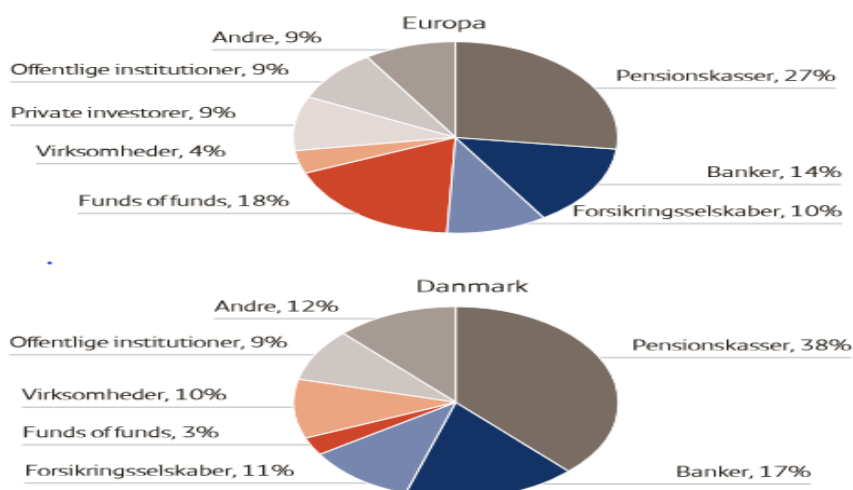
Figur 1. Oversigt over kilden til fondenes opkøb i peiorden 1998-2005.



Kilde: ATPalpha (2004) og Standard & Poor's.

Grafen viser udviklingen af LBO-opkøb fordelt på kilder på det danske marked. Public-to-private transaktioner har haft en relativ jævn udvikling men salg til en anden kapitalfonde dvs. Secondary Buyout har haft en stor positiv udvikling. Udviklingen af salg til en strategisk køber har været faldende i ovenstående periode.

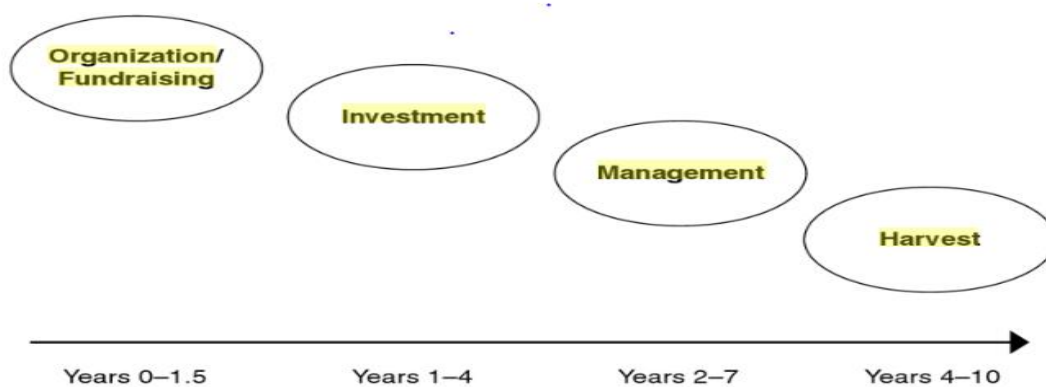
Figur 2. Kapitaltilsagn til kapitalfonde i Europa og Danmark fordelt efter kilde.



Kilde: EVCA (2007)

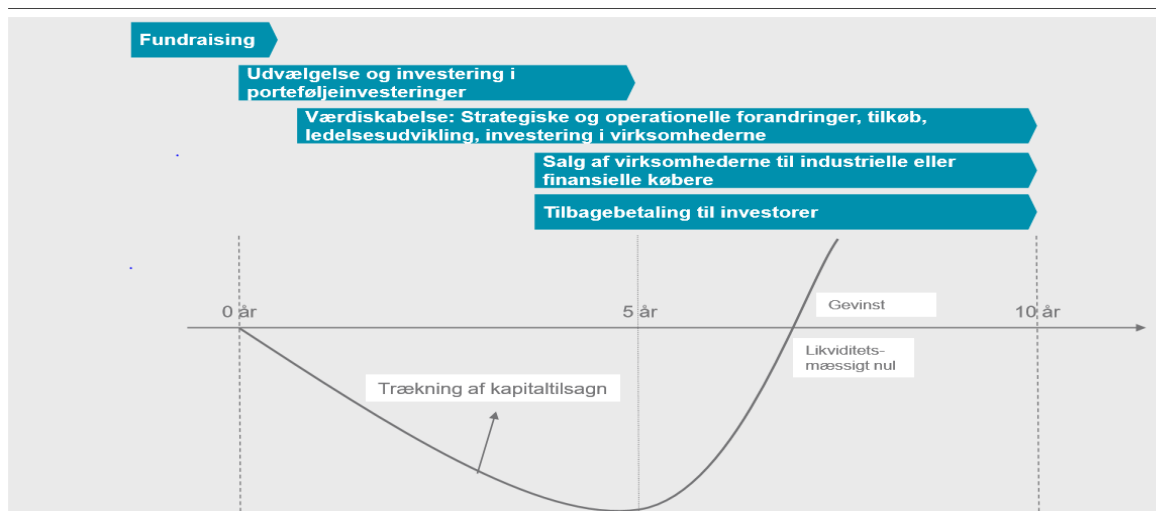
Bilag 2

Figur 3. Kapitalfondes stadier.



Kilde: Cendrowski et al (2012)

Figur 4 graf over J-kurve



Kilde: DVCA (2011)

Bilag 3

Figur 5. Tabellen viser LBO fordelt på lande i perioden 1970-2007

	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-6/ 30/2007	1970-6/ 30/2007
Combined enterprise value	\$257,214	\$148,614	\$553,852	\$1,055,070	\$1,563,250	\$3,616,787
Number of transactions	642	1,123	4,348	5,673	5,188	17,171
LBOs by type: (% of combined enterprise value)						
Public to private	49%	9%	15%	18%	34%	27%
Independent private	31%	54%	44%	19%	14%	23%
Divisional	17%	31%	27%	41%	25%	30%
Secondary	2%	6%	13%	20%	26%	20%
Distressed	0%	1%	1%	2%	1%	1%
LBOs by target location: (% of combined enterprise value)						
United States and Canada	87%	72%	60%	44%	47%	52%
United Kingdom	7%	13%	16%	17%	15%	15%
Western Europe (except UK)	3%	13%	20%	32%	30%	26%
Asia and Australia	3%	1%	2%	4%	6%	4%
Rest of World	0%	2%	2%	3%	3%	3%

Kilde: Kaplan og Strömberg (2009)

Figur 6. Tabellen viser andel af LBO exits i procent i perioden 1970-2007.

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

Kilde: Kaplan & Strömberg (2009)

Bilag 4

Figur 7

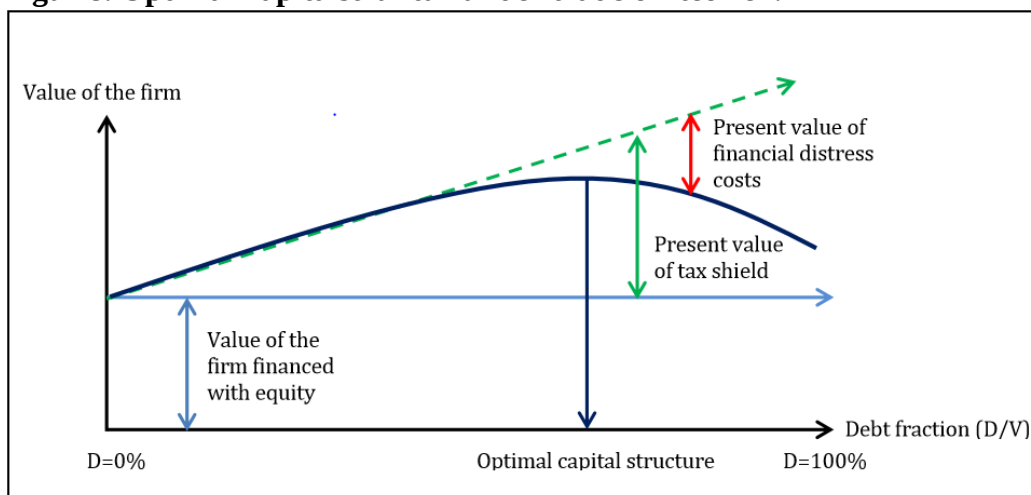
Proposition 1. Værdien af virksomheden uden gæld er den samme som med gæld.

$$V_U = V_L$$

Proposition 2. Værdien af virksomheden med gæld er værdien uden gæld hvor skatteskjoldet medregnes.

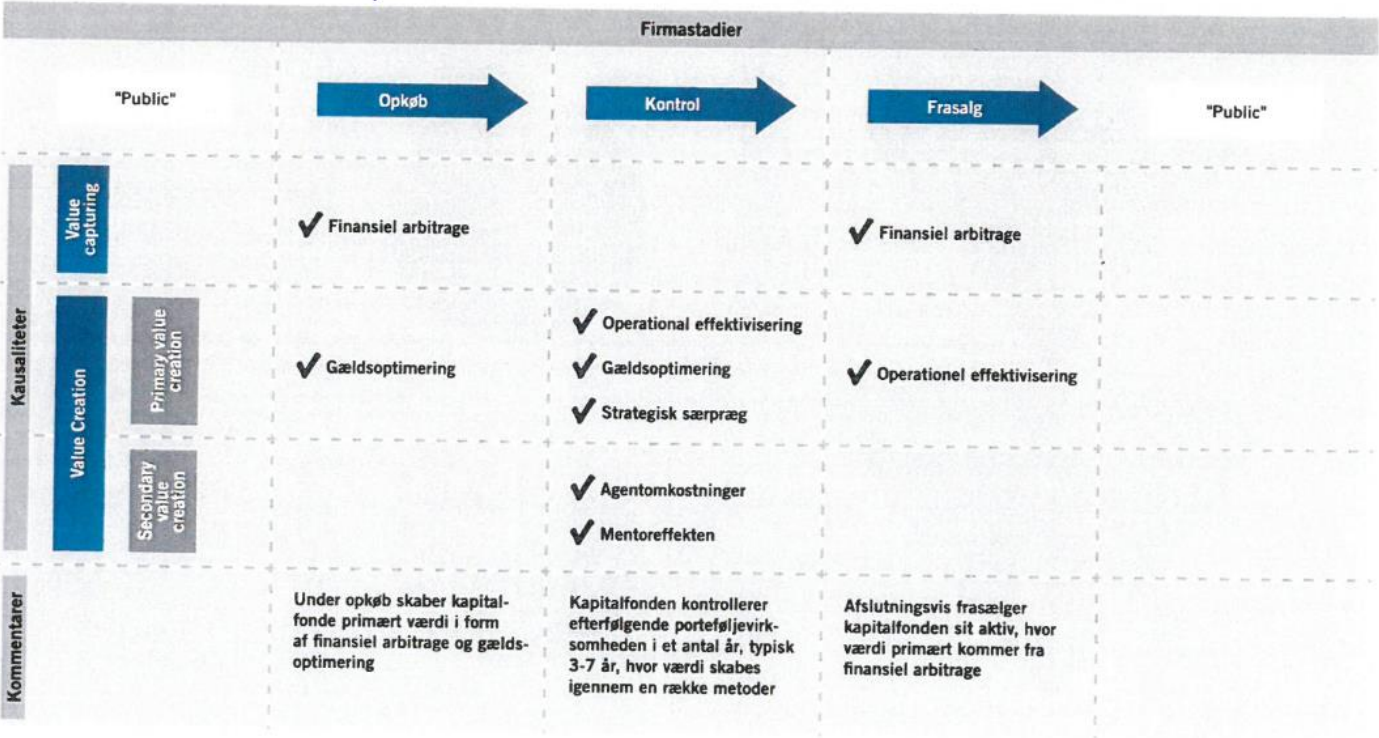
$$V_L = V_U + T_C D$$

Figur 8. Optimal kapitalstruktur under trade off teorien.



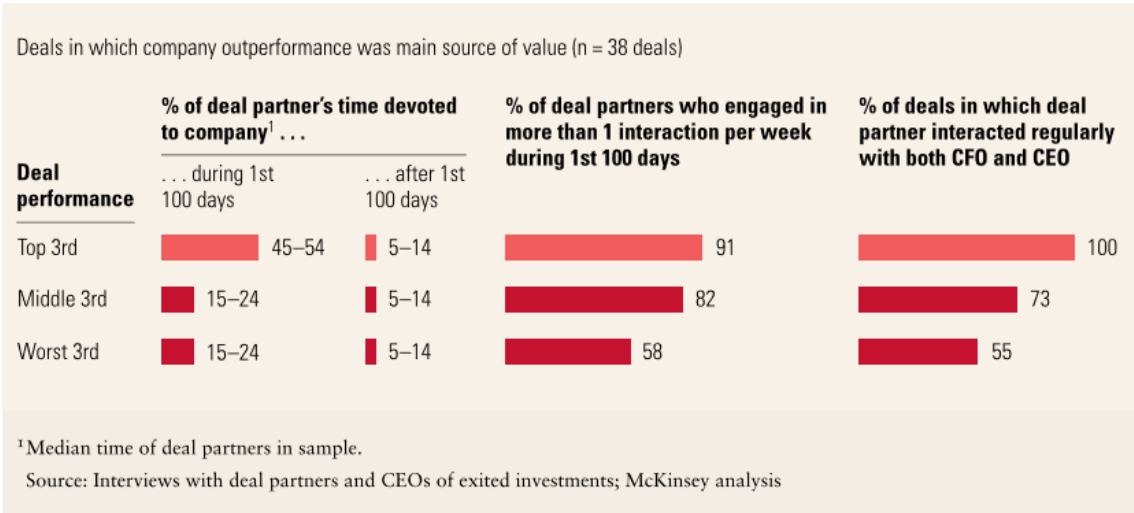
Kilde Myers, Brealey og Allen (2011).

Bilag 5
Figur 9. Konceptuelt framework for kapitalfondes værdiskabelse.



Kilde: Finanace/Invest (04) agust 2015.

Figur 10. Effekt af managementselskabets involvering på porteføljeselskabernes succes.



Kilde: Heel og Conor (2005)

Bilag 6 Figur 11. Fordele og ulempe ved børsnoterede selskaber.

Fordele ved at være børsnoteret	Ulemper ved at være børsnoteret
Frembringer langsigtet kapital	Det er omkostningstungt at blive børsnoteret
Forøger markedsværdien	Det er omkostningstungt at være børsnoteret
Letter aktionærers udtræden af virksomheden	Afståelse af kontrol med virksomheden og kontrol over virksomhedens fremtidige afkast
Gør det lettere at optage lån pga. bedre egenkapital	Der skal gives mere information om virksomheden (kan bl.a. benyttes af konkurrenter)
Forbedrer virksomhedens omdømme	Konstant pres fra investorer om vækst og gode resultater
Giver mulighed for at etablere aktiebaseret aflønning	Restriktioner i relation til insider-handel
Muliggør billig finansiering	Tidsforbrug til at holde investorer oplyst
Opkøb af andre virksomheder kan lettere ske ved udstedelse af aktier, hvorved likviditeten ikke skades	Kan være vanskeligt/omkostningsfuldt at gøre virksomheden privat igen

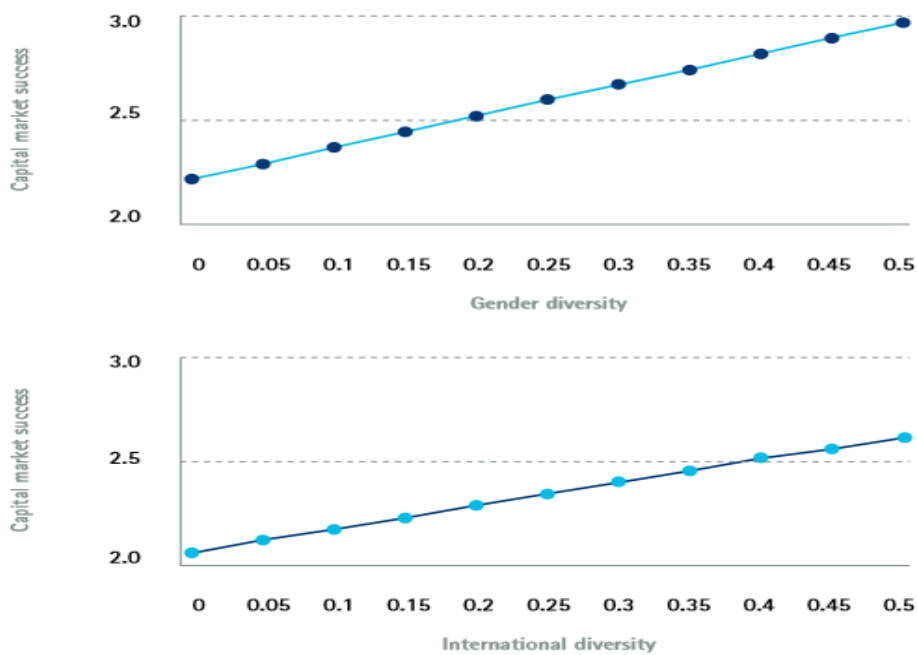
Kilde PwC (2015) Egen tilvirkning.

Bilag 7.

Figur 12 og 13. Grafen viser resultaterne af Accenture analysen om diversitetens indflydelse på performance. Den øverste viser forholdet mellem kønsdiversitet og performance målt i kapitalmarkedet og den nederste graf viser forholdet mellem nationalitet og performance.

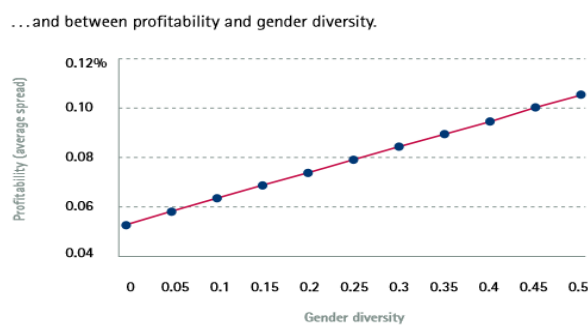
The diversity payoff

There is a clear statistical correlation between European companies' capital markets success and both the gender and international diversity of their executive boards...



Kilde: Accenture (2010)

Figur 14. Resultater fra Accenture analysen som viser forholdet mellem kønsdiversitet og rentabiliteten.



Kilde: Accenture (2010)

Bilag 8.

Figur 15. Tabellen viser en oversigt over de analyserede 32 porteføljevirkksomheder ejet af Axcel, Mai Invest og Polaris.

Fond	CVR	Virksomhed	Industri	
AXCEL	14246975	Ball Group	Detail	92%
AXCEL	27126502	Conscia A/S	Teknologi	100%
AXCEL	35381139	EG	Teknologi	98%
AXCEL	37545694	LESSOR Group	Teknologi	100%
AXCEL	33771258	Mita-Teknik	Teknologi	69%
AXCEL	33395361	Nordic Waterp	Fremstillin	28%
AXCEL	37773727	Saic	Teknologi	48%
Maj Invest	30500741	BLIP Systems A	Teknologi	67%
Maj Invest	26923735	DK-Foods	Fremstillin	70%
Maj Invest	35852689	Godt Smil	Service	100%
Maj Invest	17085204	JKF Industri A/S	Fremstillin	81%
Maj Invest	66821110	KK Group A/S	Fremstillin	14%
Maj Invest	28683944	Muuto A/S	Fremstillin	45%
Maj Invest	80149212	Norisol A/S	Service	27%
Maj Invest	35242147	PF Group A/S	Fremstillin	76%
Maj Invest	26038642	Proløn A/S	Teknologi	75%
Maj Invest	10282136	Solum A/S	Teknologi	56%
Maj Invest	73342619	Stick'n'Sushi	Service	49%
Maj Invest	28702612	SubC Partner A	Service	55%
Maj Invest	16997579	Svendsen Spor	Fremstillin	85%
Maj Invest	45075818	Tytex A/S	Fremstillin	100%
Maj Invest	26361710	Unwire ApS	Teknologi	94%
Maj Invest	33252862	Vega Sea A/S	Fremstillin	89%
Polaris	33774206	Avanti Group A	Fremstillin	76%
Polaris	31370450	BabySam	Detail	35%
Polaris	25331532	Configit A/S	Teknologi	71%
Polaris	27385354	Det danske ma	Service	50%
Polaris	34597316	Jetpak	Transport	99%
Polaris	35659021	Louis Poulsen	Fremstillin	69%
Polaris	17881248	Mols-Linien	Transport	77%
Polaris	31081610	PWT Gruop A/S	Detail	65%
Polaris	29119511	TRIAX	Teknologi	92%

Kilde: Egen tilvirkning baseret på de respektive kapitalfondes hjemmesider samt databasen Bisnode.

Bilag 9

Figur 16.

Tabellen viser strukturen i porteføljevirksohmederne ejet af Axcel, Maj Invest og Polaris. Faktorer som kapitalfonden, porteføljevirksohmhed, antal afhængige, uafhængige, kønsfordelingen, samt antal nationalitet.

Rækkenavn	Afhængige	Uafhængige	Mænd	Kvinder	Antal af Nationalitet
AXCEL		29	29		8
Ball Group		4	4		1
Conscia A/S		3	3		1
EG		4	4		1
LESSOR Group		4	4		1
Nordic Waterproofing		5	5		1
Saic		3	3		1
Mita-Teknik		6	6		2
Maj Invest	3	65	65	3	17
BLIP Systems A/S		3	3		1
DK-Foods		4	4		1
JKF Industri A/S		4	4		1
KK Group A/S		7	6	1	1
Muuto A/S		5	5		1
Norisol A/S		3	3		1
PF Group A/S		4	4		1
Proløn A/S		4	4		1
Solum A/S	1	3	4		1
Stick'n'Sushi		5	3	2	1
SubC Partner A/S		3	3		1
Svendsen Sport A/S	1	5	6		1
Tytex A/S		4	4		1
Unwire ApS		4	4		2
Vega Sea A/S		5	5		1
Godt Smil	1	2	3		1
Polaris	2	49	48	3	10
Avanti Group A/S		6	5	1	1
BabySam		5	4	1	1
Configit A/S		4	4		1
Det danske madhus		5	5		1
Jetpak	1	2	3		1
Louis Poulsen		6	6		2
Mols-Linien		9	9		1
PWT Gruop A/S	1	5	6		1
TRIAX		7	6	1	1
Hovedtotal	5	143	142	6	35

Bilag 10

Figur 18.

Tabellen viser kapitalfonden, porteføljevirkksomheden og antal investeringsansvarlig. Desuden viser tabellen om de investeringsansvarlig også sidder i bestyrelsen og sidste kolonne viser antal kapitalfonds repræsentanter der er i bestyrelserne.

Rækkenavne	Investeringsansvarlig partner	Ansvarlig og i bestyrelsen	Antal fra Managementselskabet
AXCEL	7	2	9
Ball Group	1		1
Conscia A/S	1		1
EG	1		1
LESSOR Group	1		1
Mita-Teknik	1		1
Nordic Waterproofing	1	2	3
Saic	1		1
Maj Invest	16	4	20
BLIP Systems A/S	1		1
DK-Foods	1		1
Godt Smil	1		1
JKF Industri A/S	1		1
KK Group A/S	1	1	2
Muuto A/S	1		1
Norisol A/S	1		1
PF Group A/S	1		1
Proløn A/S	1		1
Solum A/S	1		1
Stick'n'Sushi	1		1
SubC Partner A/S	1		1
Svendsen Sport A/S	1	1	2
Tytex A/S	1		1
Unwire ApS	1	1	2
Vega Sea A/S	1	1	2
Polaris	9	4	13
Avanti Group A/S	1	1	2
BabySam	1		1
Configit A/S	1		1
Det danske madhus	1	1	2
Jetpak	1		1
Louis Poulsen	1		1
Mols-Linien	1		1
TRIAx	1	1	2
PWT Group A/S	1	1	2
Hovedtotal	32	10	42

Bilag 11

Figur 19.

Rækkenavne	Investeringsansvarlig	Ansvarlige i bestyrelser
AXCEL	7	7
Arne Vilhelm Sundström		1
Nordic Waterproofing		1
Asbjørn Mosgaard		
Hyldgaard	1	1
Ball Group	1	1
Christian Bamberger Bro	3	2
Conscia A/S	1	
EG	1	1
LESSOR Group	1	1
Christoffer Arthur Müller	1	1
Saic	1	1
Lars Cordt	1	1
Mita-Teknik	1	1
Povl Christian Lütken Frigast		1
Nordic Waterproofing		1
Vilhelm Sundström	1	
Nordic Waterproofing	1	
Maj Invest	16	18
Erik Preben Holm	3	5
KK Group A/S	1	1
Muuto A/S	1	1
Stick'n'Sushi	1	1
Svendsen Sport A/S		1
Vega Sea A/S		1
Jan Hove Sørensen	3	2
BLIP Systems A/S	1	
SubC Partner A/S	1	1
Unwire ApS	1	1
Mads Peter Hytteballe		
Andersen	3	4
Solum A/S	1	1
Svendsen Sport A/S	1	1
Tytex A/S	1	1
Unwire ApS		1
Niels Garde Toft	3	3
JKF Industri A/S	1	1
PF Group A/S	1	1
Proløn A/S	1	1
Niels Retbøll	2	1
Godt Smil	1	1
Norisol A/S	1	

Per Høholt	2	3
DK-Foods	1	1
KK Group A/S		1
Vega Sea A/S	1	1
Polaris	9	12
Allan Bach Pedersen	3	3
Configit A/S	1	1
Louis Poulsen	1	1
PWT Group A/S	1	1
Henrik Bonnerup	3	2
Avanti Group A/S	1	1
Det danske madhus	1	1
Jetpak	1	
Jan Johan Kühl	1	5
Avanti Group A/S		1
Det danske madhus		1
Mols-Linien	1	1
TRIAX		1
PWT Group A/S		1
Niels-Christian Worning	2	2
BabySam	1	1
TRIAX	1	1
Hovedtotal	32	37

Bilag 12

Figur 20. Oversigt over porteføljevirkksomhederne og bestyrelsesmedlemmerne.

Rækkenavne	Direktion	Uafhængige
Allan Holm Corneliusen		1
Transport		1
Mols-Linien		1
Allan Jensen Vestergaard		2
Teknologi		2
Configit A/S		1
TRIAX		1
Anders Bjerregaard		1
Service		1
Godt Smil		1
Anders Cleeman		1
Detail		1
Ball Group		1
Anders Jørn Knutsen		1
Fremstilling		1
KK Group A/S		1
Axel Weber		1
Service		1
Stick'n'Sushi		1
Bjørn Halvor Kise		1
Teknologi		1
Solum A/S		1
Brian Qvist Sørensen		1
Service		1
Det danske madhus		1
Charlotte Brøste		1
Forbrugsgoder		1
Christian B.S. Christiansen	1	
Teknologi	1	
Solum A/S	1	
Christian Brøndum		1
Teknologi		1
Proløn A/S		1
Christian Gymos Schmidt-Jacobsen		1
Teknologi		1
Saic		1
Christian Jørgensen		1
Fremstilling		1
Tytex A/S		1
Claus Kim Holstein Nielsen		1
Teknologi		1

BLIP Systems A/S	1
Dario Carlo Fumagalli	1
Fremstilling	1
Louis Poulsen	1
Dorrit Zenner Torp	1
Fremstilling	1
KK Group A/S	1
Erik Jørgen Østergaard	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Flemming Nielsen	1
Service	1
Det danske madhus	1
Frantz Jørgen Palludan	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Georg Normann Schuster	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Gert Davidsen	1
Teknologi	1
Proløn A/S	1
Gitte Olesen	1
Teknologi	1
TRIAX	1
Hans Lohmann	2
Fremstilling	2
JKF Industri A/S	1
PF Group A/S	1
Henning Kruse Lorentzen	1
Fremstilling	1
Vega Sea A/S	1
Henrik Althoehn Henriksen	1
Fremstilling	1
Muuto A/S	1
Henrik Hvidtfeldt	1
Teknologi	1
TRIAX	1
Henrik Sørensen	1
Service	1
Det danske madhus	1
Henrik Thorup Theilbjørnn	1
Detail	1
PWT Group A/S	1
Holger Carsten Hansen	1
Fremstilling	1

Nordic Waterproofing	1
Holger Hentze Andersen	1
Teknologi	1
Mita-Teknik	1
Hung Chung Humphrey Lau	1
Teknologi	1
Mita-Teknik	1
Jacob Steffensen	1
Fremstilling	1
KK Group A/S	1
Jan Bøgh	1
Detail	1
PWT Group A/S	1
Jan Vestergaard Olsen	2
Fremstilling	2
JKF Industri A/S	1
KK Group A/S	1
Jann Døllerup Vig Jensen	1
Fremstilling	1
DK-Foods	1
Jens Albert Harsaae	1
Fremstilling	1
DK-Foods	1
Jens Dalsgaard Løgstrup	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Jens Høgsted	2
Detail	1
Ball Group	1
Fremstilling	1
Svendsen Sport A/S	1
Jesper Boysen	2
Detail	1
BabySam	1
Fremstilling	1
Tytex A/S	1
Jesper Eiby Christoffersen	1
Teknologi	1
LESSOR Group	1
Jesper Jul Christensen	1
Fremstilling	1
Tytex A/S	1
Jesper Kirkeby Hansen	1
Fremstilling	1
PF Group A/S	1

John Christian Bennett-Therkildsen	1
Fremstilling	1
JKF Industri A/S	1
Jørgen Jensen	1
Fremstilling	1
Nordic Waterproofing	1
Jørgen Lindholm Lau	1
Detail	1
Ball Group	1
Jørgen Schrøder Jensen	1
Teknologi	1
TRIAX	1
Jørgen Vilhelm Løvenørn Bardenfleth	1
Teknologi	1
EG	1
Kaj Møller Lindvig	1
Service	1
SubC Partner A/S	1
Karl Kristian Nielsen	1
Teknologi	1
Mita-Teknik	1
Karl Tommy Wikström	1
Detail	1
BabySam	1
Kasper Skovgaard Kristensen	1
Service	1
SubC Partner A/S	1
Kenneth Evan Marx	1
Transport	1
Jetpak	1
Kim Aksel Høgskilde	1
Teknologi	1
BLIP Systems A/S	1
Klaus Holse	2
Teknologi	2
EG	1
LESSOR Group	1
Klaus Skov Mortensen	1
Teknologi	1
Conscia A/S	1
Kristian Byrge	1
Fremstilling	1
Muuto A/S	1
Kurt Grüner Vacker	1

Fremstilling	1
Louis Poulsen	1
Kaare Vagner Jensen	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Lars Erik Svendsen	1
Fremstilling	1
Svendsen Sport A/S	1
Lars Monrad-Gylling	1
Teknologi	1
Proløn A/S	1
Lars Rønn	1
Teknologi	1
TRIAX	1
Lars Stilling Pedersen	1
Fremstilling	1
Louis Poulsen	1
Martin Krogh Pedersen	1
Fremstilling	1
PF Group A/S	1
Martin Lippert	1
Teknologi	1
EG	1
Michael Brock	1
Teknologi	1
Solum A/S	1
Michael Budtz Berthelsen	1
Fremstilling	1
DK-Foods	1
Michael Moesgaard Andersen	1
Teknologi	1
Configit A/S	1
Mikkel Vendelin Olesen	1
Fremstilling	1
Svendsen Sport A/S	1
Mogens Bransholm	1
Teknologi	1
Conscia A/S	1
Mogens de Linde	1
Service	1
Norisol A/S	1
Mogens Sode Nielsen	1
Fremstilling	1
KK Group A/S	1
Nicolai Gradman	1
Fremstilling	1

Muuto A/S	1
Nikolaj Vejlsgaard	1
Teknologi	1
LESSOR Group	1
Ole Koch Hansen	1
Detail	1
PWT Group A/S	1
Patrik Christian Bengt Von Sydow	1
Fremstilling	1
Avanti Group A/S	1
Per Olle Håkan Borgvall	1
Fremstilling	1
Louis Poulsen	1
Peter Hallman	1
Transport	1
Jetpak	1
Peter JalsøeWikström	1
Detail	1
BabySam	1
Peter Lindegaard	1
Service	1
Norisol A/S	1
Peter Nyegaard	1
Teknologi	1
Saic	1
Poul Lind	1
Teknologi	1
Mita-Teknik	1
Preben Damgaard Nielsen	1
Teknologi	1
Configit A/S	1
Rasmus Enderslev	1
Transport	1
Jetpak	1
Roderick Wallace Mckie	1
Service	1
Stick'n'Sushi	1
Russ Shaw	1
Teknologi	1
Unwire ApS	1
Sanna Mari Suvanto-Harsaae	1
Detail	1
BabySam	1
Siri Lande	1
Service	1
Stick'n'Sushi	1

Steen Parsholt	1
Teknologi	1
Unwire ApS	1
Susanna Anita Lindberg	1
Service	1
Stick'n'Sushi	1
Søren Bach	1
Fremstilling	1
Vega Sea A/S	1
Søren Bech Justesen	1
Teknologi	1
Conscia A/S	1
Søren Friis Knudsen	1
Teknologi	1
Mita-Teknik	1
Søren Holm Tøth	1
Service	1
Godt Smil	1
Søren Jespersen	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Søren Peschardt Olesen	1
Fremstilling	1
Svendsen Sport A/S	1
Thomas Bisgaard Jensen	1
Transport	1
Mols-Linien	1
Thomas Riis	2
Fremstilling	1
Muuto A/S	1
Teknologi	1
BLIP Systems A/S	1
Thomas Voss	1
Fremstilling	1
Louis Poulsen	1
Torben Agerup	1
Service	1
Norisol A/S	1
Torben Bjerre-Madsen	1
Fremstilling	1
Avanti Group A/S	1
Torben Fog	1
Detail	1
PWT Group A/S	1
Torben Svejgård	1
Forbrugsgoder	1

Ulf Anders Gundemark	1
Fremstilling	1
Nordic Waterproofing	1
Aage Jacob Krog	1
Fremstilling	1
Avanti Group A/S	1
(tom)	
Hovedtotal	5 106

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Bisnode og Kapitalfondenes hjemmesider.

Bilag 13

Figur 21. De 6 bestyrelsesmedlemmer som besidder 2 bestyrelsesposter fordelt på brancher.

Rækkenavne	Antal af virksomhed
Allan Jensen Vestergaard	
Teknologi	2
Hans Lohmann	
Fremstilling	2
Jan Vestergaard Olsen	
Fremstilling	2
Jesper Boysen	
Detail	1
Fremstilling	1
Klaus Holse	
Teknologi	2
Thomas Riis	
Fremstilling	1
Teknologi	1
Hovedtotal	12

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Bisnode og kapitalfondenes hjemmesider.

Figur 22. Oversigt over managementselskaberne fordelt på kapitalfonde.

Antal af Navn	Kolonnenavne			
Rækkenavne	Axcel	Maj Invest	Polaris	Hovedtotal
MBA	1			1
Cand. Merc.	10	11		21
Cand.Oecon.	3			3
Cand.Polit	3	1		4
M.Sc., Applied Economics and Finance,			2	2
M.Sc., Economics and Business Administration,			5	5
M.Sc., Engineering			2	2
M.Sc., Finance and Accounting			2	2
MSc Industrial Engineering			1	1
B.Sc. Econ	1		2	3
Ej oplys	1		1	2
Hovedtotal	19	12	15	46

Kilde: Egen tilvirkning baseret på kapitalfondenes hjemmesider.

Bilag 14

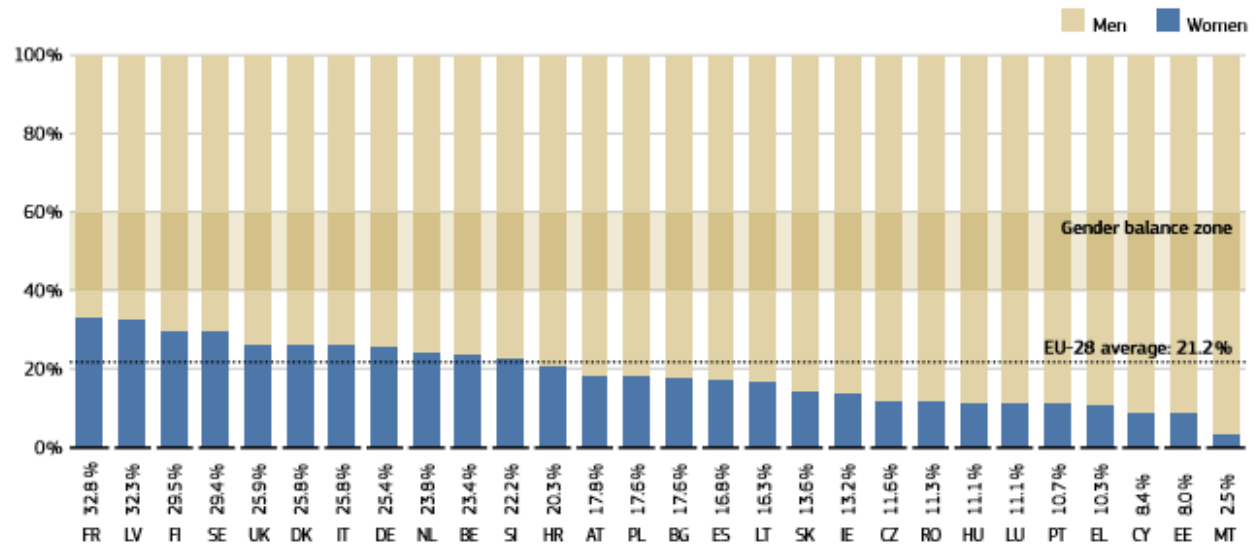
Figur 23. Managementselskabet består udelukkende af mandlige repræsentanter.

Kapitalfond	Navn	Titel	Uddannelse	Køn
Axcel	Christian Schmidt-Ja	Managing Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Nikolaj Vejlsgaard	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Christian Frigast	Executive Chairman / Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Peter Nyegaard	CFO/ Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Vilhelm Sundström	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Lars Cordt	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Christian Bamberger	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Thomas Blomqvist	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Per Christensen	Senior Advisor	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Søren Lindberg	Senior Advisor	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Magnus Lindquist	Senior Advisor	Ej oplys	M
Axcel	Stefan Hollander	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Asbjørn Mosgaard H	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Christoffer Arthur M	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Klaus Skov Mortense	Associate Director	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Josef Murray	Associate Director	Ingeniør/anden	M
Axcel	Rasmus Ericsson	Associate Director	Ingeniør/anden	M
Axcel	Christian Curtz Henri	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Axcel	Kasper Hoielt Oleser	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Erik Holm	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Jan Hove Sørensen	Partner	Ingeniør/anden	M
Maj Invest	Niels Retbøll	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Niels Toft	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Mads Andersen	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Per Høholt	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Thomas Riis	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Torben Agerup	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Kasper Skovgaard Kr	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Søren Holm Tøth	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Mads Møller	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Maj Invest	Jakob Traumer	Associate	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Jan Johan Kühl	Managing Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Allan Bach Pedersen	Partner	Ingeniør/anden	M
Polaris	Jan Dahlquist	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Peter Ankerst	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Niels Worning	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Henrik Bonnerup	Partner	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Peter Maigaard	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Martin Bang-Löwgre	Director	Ingeniør/anden	M
Polaris	Rune Lillie Gornitzka	Director	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Simon Damkjær	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Thorsten Spurr Mads	Investment Manager	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Martin Lindh	Investment Manager	Ingeniør/anden	M
Polaris	Robert joined	Associate	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Joachim Satchwell	Associate	Finansiel/Økonomisk	M
Polaris	Ivan Rasmussen	Advisor	Ej oplys	M

Kilde: Egen tilvirkning de respektive kapitalfondenes hjemmesider.

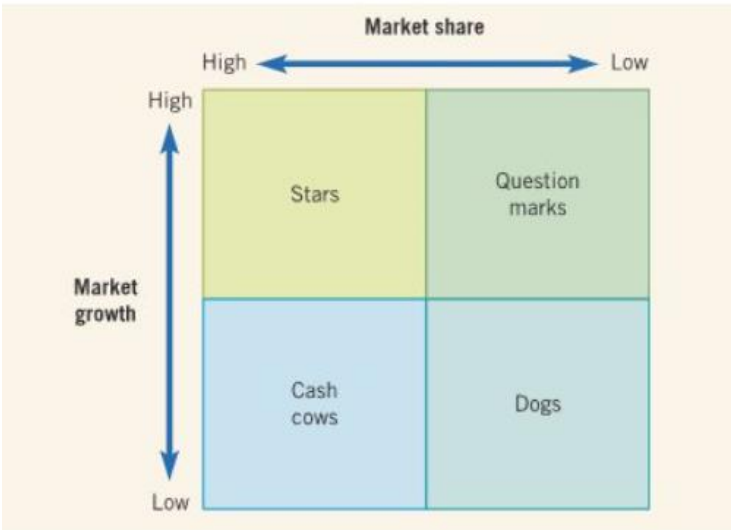
Bilag 15

Figur 24. Fordelingen af bestyrelsesmedlemmerne i børsnoterede EU i april 2015.



Kilde: Europa-Kommissionens (2015)

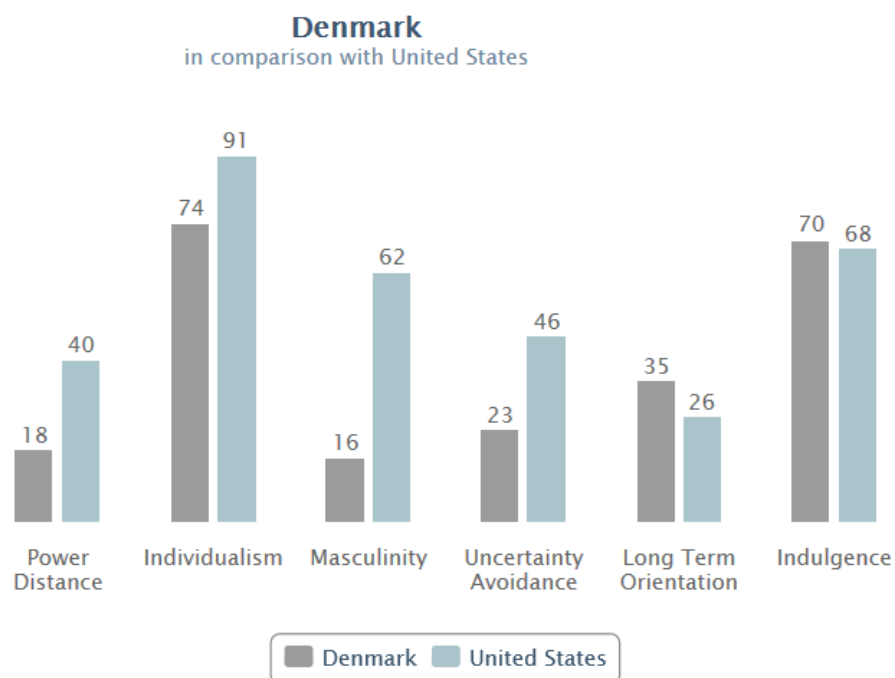
Figur 25. BCG Matrix. (Growth matrix).



Kilde: Fundamentals of strategy (2015)

Bilag 16

Figur 26: Gert Hofstede kulturelle demintioner hvor Danmark sammenlignes med USA.



Kilde: www.geert-hofstede.com

Bilag 17

Figur 27. Analysen foretaget af UgebrevetA4.

A4 | Ansatte skal løbe stærkere

29 ud af 44 tillidsrepræsentanter – svarende til to ud af tre – mener, at medarbejderne er blevet mere pressede, siden virksomheden er blevet overtaget af en kapitalfond.

Er arbejdspresset blandt menige arbejdere blevet?



Antal tillidsrepræsentanter

Kilde Aalund Business Research for Ugebrevet A4.

B

Om undersøgelsen

Aalund Business Research har for Ugebrevet A4 foretaget en undersøgelse blandt tillidsrepræsentanter i virksomheder, der er blevet overtaget af kapitalfonde inden 1. januar 2007. 49 tillidsrepræsentanter fra vidt forskellige virksomheder er blevet telefoninterviewet i perioden 1. til 19. oktober, 2007. 44 af de 49 tillidsrepræsentanter var allerede ansat i virksomheden, da den blev købt af en kapitalfond.

Kilde: www.ugebreveta4.dk

Bilag 18

Figur 28. Gennemsnitlig størrelse på de danske børstorede selskaber er 9,81 bestyrelsesmedlemmer.

Bilag A: Vederlag til bestyrelsen, OMXC20

Selskab	Antal medl.	Honorar formand (DKK mio.)	Honorar næstformand (DKK mio.)	Honorar øvrige (DKK mio.)	Honorar gns. (DKK mio.)	Deltager bestyrelsen i incitamentsprogrammer (instrumenter som fx optioner)	Inkl. (I)/ Ekskl. (E) komitéarbejde
A.P. Møller-Mærsk A/S	12,00				1,667	Nej	I (R,V)
Carlsberg A/S	14,00	0,800	0,600	0,400	0,443	Nej	E (R,N,V)
Chr. Hansen Holding A/S	9,00	1,050	0,525	0,350	0,446	Nej	E (R,N,V)
Coloplast A/S	9,00	1,050	0,613	0,350	0,457	Nej	E (R)
Danske Bank A/S	13,00	1,350	0,900	0,450	0,554	Nej	E (R,N,V,K&RI)
DSV A/S	6,00	1,200	0,600	0,400	0,567	Nej	E (R)
FLSmidth & CO. A/S	9,00	1,200	0,800	0,400	0,533	Nej	E (R)
Genmab A/S	6,00	1,174	0,799	0,607	0,734	Ja	E (R,N,V)
GN Store Nord A/S	9,00	1,100	0,750	0,400	0,517	Nej	E (R,N,V,SK)
Jyske Bank A/S	9,00	0,600	0,300	0,271	0,311	Nej	I (R,N,V,RI)
Nordea Bank Danmark A/S	9,00	1,879	0,805	0,580	0,750	Nej	E (R,N,V,RI)
Novo Nordisk a/s	11,30	1,500	1,000	0,500	0,633	Nej	E (R,N)
Novozymes A/S	9,00	1,250	0,833	0,417	0,556	Nej	E (R)
Pandora A/S	8,00	2,600	0,750	0,500	0,794	Nej	E (R,N,V)
TDC A/S	13,00	1,100	0,700	0,400	0,477	Nej	E (R,N,V)
Topdanmark A/S	9,00	0,975	0,650	0,325	0,433	Nej	E (R), I (N,V)
TrygVesta A/S	12,00	0,990	0,660	0,330	0,413	Nej	E (R,V,RI), I (N)
Vestas Wind Systems A/S	12,00	0,975	0,650	0,325	0,406	Nej	E (R,N&V,T&PE)
William Demant Holding A/S	7,00	0,900	0,600	0,300	0,429	Nej	I (R,N)
Gennemsnit	9,81	1,205	0,696	0,406	0,585		

Kilde: PwC (2015)