

Kapitalfonde i 2008

Årsskrift fra DVCA om god selskabsledelse i kapitalfonde



Indhold

Forord

Nu skal DVCA's retningslinjer for kapitalfonde stå deres prøve 1

Retningslinjer

DVCA's retningslinjer: rapport fra komiteen for god selskabsledelse i kapitalfonde 2

Rammebetingelser

Kapitalfonde og deres virksomheder skal have de bedst mulige rammebetingelser 6

Aktiviteter i fonde

Hvordan det gik i kapitalfondsejede selskaber i 2008 10

Medarbejderforhold

LO's undersøgelse om løn- og arbejdsvilkår i kapitalfondsejede virksomheder 16

Rundbordssamtale

Der kommer en konsolidering i branchen 18

Cases

ALLIANCE+: Polaris Private Equity skaber stærk aktør inden for rengøring 26

Dako: Fra forskningscenter til vækstvirksomhed 28

PANDORA: En global succes med danske rødder 30

Kapitalfonde

Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne 32

Redaktion og projektledelse:

Joachim Sperling Forretningsudvikling og Kommunikation ApS

Foto: Pernille Ringsing, iStockphoto og virksomhederne

Design og produktion: Branded Design ApS

Korrektur: Borella projects

Nu skal DVCA's retningslinjer for kapitalfonde stå deres prøve

Forord

DVCA lancerede i 2008 et sæt retningslinjer, der var de hidtil mest vidtgående af deres art. Det skete på baggrund af, at kapitalfonde spiller en stadig større rolle i samfundet, hvilket øger kravene til åbenhed og transparens. DVCA ønsker med denne rapport at følge op på retningslinjerne og derved indfri de forventninger, som vi i sin tid stillede vores interessenter i udsigt.

Kapitalfonde har i 2008 oplevet betydelige forandringer i deres rammebetingelser. Der er indført ny regulering på skatteområdet i Danmark, og på EU-niveau arbejdes der på at skabe en egentlig fælleseuropæisk regulering af de såkaldt alternative investeringer, der også omfatter kapitalfonde.

DVCA, der repræsenterer de europæiske fonde, har været i tæt dialog med EU-Kommissionen om udformningen af den kommende regulering, og på trods af en indgående dialog ser der ud til at komme en regulering, der pålægger branchen betydelige administrative byrder. Det betyder, at danske fonde som Axcel, Polaris og LD Equity vil blive omfattet af en regulering, der i høj grad synes unødvendig, og som vil pålægge fondene ekstra omkostninger. Det er DVCA naturligvis ikke tilfreds med i lyset af de nye retningslinjer, der efter DVCA's opfattelse i høj grad opfylder målet om at skabe mere transparens i forhold til kapitalfonde og deres virksomheder.

I starten af 2009 præsenterede regeringen et udkast til en ny skattereform, som blev endeligt vedtaget i forsommeren 2009. DVCA er tilfreds med, at personskatterne blev sænket markant, og at unoterede aktier gik fri af den såkaldte lagerbeskatning, men omvendt er det langt fra tilfredsstillende, at investorer, der investerer gennem holdingselskaber, får en højere skatteprocent end investorer, der investerer gennem personligt eje. At man til og med har øget beskatningen af carried interest og gjort den uhørt kompliceret, gør det heller ikke nemmere.

DVCA oplever, at kapitalfonde set under ét er på vej ind i et mere stabilt leje som en almindeligt anerkendt ejerskabsform. Kapitalfonde bidrager i stort omfang til at afhjælpe generationsskifteproblematikken og udvikle sunde og stærke virksomheder, som er klar til den stigende globalisering. Hertil kommer, at medarbejdere i kapitalfondsejede virksomheder har mindst lige så gode løn- og arbejdsvilkår som i andre virksomheder. Sammenholdt med de forholdsvis høje afkast, som fondene har haft i de senere år, er der derfor god grund til at kaste et nøjere blik på, hvordan denne ejerform fungerer og skaber værdi.

Dette årsskrift indeholder for det første en vurdering af, hvordan fondene og deres virksomheder har levet op til retningslinjerne. Dernæst har vi taget temperaturen på vigtige spørgsmål om afkast, beskæftigelse, skat og kapitalstruktur. Endelig har vi i år arrangeret en rundbordssamtale med en række af branchens vigtige aktører, hvor vigtige dilemmaer bliver taget under behandling.

God læsning.

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Jannick Nytoft
Direktør, DVCA



DVCA's retningslinjer: rapport fra komiteen for god selskabsledelse i kapitalfonde

Første rapportering fra DVCA

Dette er første rapportering fra DVCA's komite for god selskabsledelse i kapitalfonde om efterlevelse af retningslinjerne for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse i kapitalfonde, som blev offentliggjort i juni 2008.

Komite til overvågning af overholdelse af retningslinjerne

Komiteen blev etableret i umiddelbar forlængelse af offentliggørelsen af retningslinjerne i juni 2008. Komiteen består af DVCA's formand Ole Steen Andersen og Erik Holst Jørgensen, adm. direktør i Deloitte. Den 1. juli 2009 indtræder Lars Nørby Johansen, bestyrelsesformand i bl.a. Falck A/S og William Demant Holding A/S og nuværende formand for Komiteen for god Selskabsledelse for børsnoterede selskaber.

Komiteens opgave består bl.a. i at overvåge, hvorvidt de omfattede kapitalfonde og deres porteføljevirksomheder overholder retningslinjerne. Herudover skal komiteen forholde sig til, om retningslinjerne er tidssvarende i deres udformning.

I forbindelse med komiteens etablering blev Deloitte valgt til at bistå komiteen i dens arbejde med at overvåge, hvorvidt retningslinjerne bliver overholdt. Deloitte har foretaget en gennemgang af alle de omfattede porteføljevirksomheders årsrapporter med henblik på at vurdere, hvorvidt retningslinjernes anbefalinger til ledelsesberetningerne omkring bl.a. corporate governance blev overholdt i årsrapporterne for 2008.

Komiteen har desuden bedt Deloitte om at kontrollere, hvorvidt samtlige fuldt omfattede kapitalfonde har indarbejdet de i retningslinjerne anbefalede oplysninger på deres hjemmesider. Endelig har Deloitte forestået indsamling og konsolidering af nøgletal på såvel kapitalfondsniveau som porteføljeselskabsniveau. Krav til indrapportering af nøgletal til DVCA er ligeledes en del af retningslinjerne. Selve analysearbejdet og redegørelsen for udviklingen i disse nøgletal er uden for komiteens opdrag.

Retningslinjernes indhold

Som medlem af DVCA forventes kapitalfonde og deres tilhørende virksomheder, der opfylder de nedenfor angivne kriterier, at følge DVCA's retningslinjer ud fra det såkaldte comply or explain-princip. Det betyder, at hvis en kapitalfond eller virksomhed ikke følger retningslinjerne, skal der redegøres for årsagen hertil.



DVCA's komite for god selskabsledelse i kapitalfonde

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Erik Holst Jørgensen
Adm. direktør, Deloitte

Retningslinjerne gælder for danske og udenlandske kapitalfonde, der opererer i Danmark med en samlet tilsagt investeringskapacitet på mere end 500 mio. kr. Retningslinjerne er desuden gældende for de pågældende kapitalfondes porteføljevirkksomheder i det omfang, virksomhederne opfylder kriterierne i Årsregnskabsloven til regnskabsklasse C-stor (mere end 250 medarbejdere, nettoomsætning større end 238 mio. kr. og balancesum større end 119 mio. kr.). Derudover skal kapitalfonden have en ejerandel, der medfører, at den har bestemmende indflydelse over virksomheden.

Retningslinjerne opererer på to niveauer:

- Fondsniveau
- Porteføljeselskabsniveau

Pr. 1. juni 2009 er syv danske kapitalfonde fuldt omfattet af retningslinjerne. Der er desuden én dansk kapitalfond, der frivilligt har valgt at følge retningslinjerne. Derudover er der otte internationale fonde, der ejer danske virksomheder, der opfylder kriterierne for at være omfattet af retningslinjerne. Disse fonde er ikke omfattet af retningslinjernes anbefalinger til yderligere oplysninger på fondenes hjemmesider, da de er hjemmehørende i andre lande.

På porteføljeselskabsniveau er der pr. 31. december 2008 49 kapitalfondsejede virksomheder, der opfylder betingelserne for at være omfattet af retningslinjerne.

Anbefalingerne i retningslinjerne til porteføljeselskaber omfatter yderligere oplysningskrav om følgende:

- I den reviderede årsrapport skal virksomhederne som supplement til den gældende lovgivning give yderligere detaljeret information om udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold, corporate governance, finansielle og øvrige risici samt medarbejderforhold.
- Årsrapporten skal ligeledes indeholde oplysninger om, at virksomhedens ejer og dermed også virksomheden er omfattet af DVCA's retningslinjer, ligesom der skal henvises til DVCA's hjemmeside, hvor retningslinjerne kan findes.
- Den reviderede årsrapport skal være tilgængelig på virksomhedens hjemmeside umiddelbart efter offentliggørelsen.
- Selskaber, der i tilknytning til en kapitalfonds overtagelse er blevet afnoteret fra fondsbørsen, skal som minimum i 12 måneder efter afnotering opretholde samme informationsniveau i form af perioderapporteringer og årsrapporter som under børsnoteringen.

Anbefalinger i retningslinjerne til kapitalfonde omfatter yderligere kommunikation om følgende:

- På kapitalfondens hjemmeside skal der oplyses om en række forhold, herunder hvorvidt der er formuleret retningslinjer for social ansvarlighed i investeringspolitikken, arbejdsmetoder, carry-programmer, etc.
- Sikre, at der i forbindelse med opkøb, salg eller væsentlige strategiske ændringer kommunikerer tilstrækkeligt med porteføljevirkksomhedernes interessenter.

Retningslinjerne indeholder desuden et krav om, at de omfattede kapitalfonde og deres virksomheder skal indrapportere en række oplysninger til et firma udpeget af DVCA (Deloitte) for at tilvejebringe data om kapitalfondenes og deres virksomheders udvikling og herigennem sikre en rettidig og effektiv kommunikation til omverdenen.

Overholdelse på kapitalfondsniveau

Gennemgangen af overholdelse af retningslinjerne på kapitalfondsniveau har omfattet de enkelte fondes hjemmesider. Gennemgangen viste, at stort set samtlige danske kapitalfonde, som er fuldt omfattet af retningslinjerne, lever fuldt op til kravene til kommunikation og information på deres hjemmesider.

En enkelt kapitalfond, som er blevet medlem af DVCA, efter at retningslinjerne er trådt i kraft, lever på nuværende tidspunkt ikke op til retningslinjernes anbefalinger til kommunikation på sin hjemmeside. Den pågældende kapitalfond oplyser på hjemmesiden, at fonden for nylig er blevet medlem af DVCA og ønsker at følge DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse, og at den i øjeblikket arbejder på at opdatere information om kapitalfonden i henhold til DVCA's retningslinjer og forventer at lancere en ny hjemmeside i løbet af august 2009.

Tabel 1 viser overholdelse af retningslinjerne på de enkelte områder for de øvrige kapitalfonde.

Overordnet set er det komiteens konklusion, at de danske kapitalfonde – med en enkelt undtagelse – har levet op til DVCA's retningslinjer.

Derudover har der med ganske få undtagelser været fuld overholdelse af retningslinjerne om indrapportering af nøgletal til DVCA.

Tabel 1. Oversigt over fondenes overholdelse af DVCA's retningslinjer.

Retningslinjer på kapitalfondsniveau	Overholdelse
1. Bekræftelse af, at man følger comply or explain-princippet i forbindelse med disse retningslinjer.	Ja
2. Redegørelse for, i hvilket omfang kapitalfonden afviger fra disse retningslinjer, med en begrundelse for den pågældende afvigelse.	Ja, med 2 undtagelser
3. Beskrivelse af fondens historie og oprindelse.	Ja
4. Beskrivelse af fondens ledelse og organisation, inkl. General Partners og bestyrelse på personniveau, hvoraf det fremgår, hvilke væsentlige bestyrelsesposter og øvrige hverv de enkelte besidder.	Ja
5. Mulighed for at downloade managementselskabets regnskab.	Ja, med 2 undtagelser
6. I det omfang, at carried interest-programmet for General Partners afviger væsentligt fra det markedskonforme, skal der gives en overordnet beskrivelse af programmet	Ja, med 2 undtagelser
7. Overordnet strategi for fonden, herunder beskrivelse af fondens arbejdsmetode samt strategi for udvikling af virksomheder, eksempelvis fokusering, omstrukturering eller ekspansion mv.	Ja
8. Politik for social ansvarlighed. Beskrivelse af fondens principper for social ansvarlighed i investeringspolitikken.	Ja, med 1 undtagelse
9. Investeringskriterier a. Fondens geografiske fokusområde b. Fondens industrielle fokusområde	Ja Ja
10. Investorerne fordelt på type og land. Opdelingen skal på type være efter andel pensionskasser, forsikringselskaber, banker, funds of funds, industrielle investorer, SWF'er, private investorer mv. Landeopdelingen skal være Danmark, øvrige Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden.	Ja, med 1 undtagelse
11. En redegørelse for aktiver under forvaltning (assets under management).	Ja
12. Beskrivelse af fondens virksomheder med angivelse af: a. Geografisk placering (Danmark, øvrige Norden, øvrige Europa, USA, resten af verden) b. Branche (f.eks. landbrug, fødevarer, tekstil, kemisk, etc., jf. Danmarks Statistik) c. Kontaktpersoner og henvisninger til virksomheders hjemmeside, nøgletal for virksomhederne d. Eksempler på, hvordan fonden har skabt værdi i relation til dens investeringer	Ja Ja Ja Ja
13. Årlig redegørelse på overordnet niveau om udviklingen i porteføljeselskaberne. Hvis væsentlige ændringer er indtruffet i porteføljeselskaber, redegøres der herfor.	Ja
14. Oversigt over afhændede investeringer fordelt på branche, fond og exit-år. Beskrivelse af, hvem virksomheden er solgt til.	Ja
15. Mulighed for at downloade en årsrapport fra porteføljeselskaberne (eventuelt som et link til porteføljeselskabets hjemmeside).	Ja
16. Tilgængelig pressekontakt.	Ja, med 1 undtagelse

Overholdelse på virksomhedsniveau

Samtlige årsrapporter for de 49 omfattede selskaber er blevet gennemgået af Deloitte. Gennemgangen viser, at lidt mere end halvdelen af selskaberne lever op til kravene i retningslinjerne. Kvaliteten i rapporteringen varierer med virksomhedernes størrelse, men også i et vist omfang med fondsejerskabet. Nogle fonde har været særdeles opmærksomme på at guide sine porteføljeselskaber, mens andre fonde ikke i tilstrækkeligt omfang har været opmærksomme på kravene i retningslinjerne.

Komiteen vurderer i den forbindelse, at porteføljeselskabernes arbejde med ledelsesberetningerne i et vist omfang lever op til, hvad man kan forvente i lyset af, at det er første år, retningslinjerne er i kraft, men at der er behov for forbedringer i tilknytning til næste års aflæggelse af årsrapport i de kapitalfondsejede selskaber.

Komiteen har således indledt en dialog med de virksomheder, som ikke har efterlevet retningslinjerne fuldt ud, med henblik på at sikre, at der fremadrettet kommer en højere kvalitet i porteføljeselskabernes ledelsesberetninger. Komiteen har allerede modtaget positive tilbagemeldinger fra fondene vedrørende opfyldelsen af denne hensigt.

I forbindelse med gennemgangen af ledelsesberetningerne specificeres det i Tabel 2, i hvilket omfang de kapitalfondsejede selskaber lever op til retningslinjernes krav om god selskabsledelse.

Tabel 2. Overholdelse af retningslinjerne i porteføljeselskabernes årsrapporter.

63%	Positivt nævnt i ledelsesberetningen, at selskabet er omfattet af retningslinjerne
19%	Henvielse i ledelsesberetningen til DVCA's hjemmeside
30%	Årsrapport tilgængelig på virksomhedens hjemmeside efter offentliggørelsen
83%	Omtale af økonomisk udvikling i forhold til strategi
77%	Redegørelse for ejer- og kapitalstruktur
69%	Oplysning om finansielle og øvrige risici vedrørende kapitalstruktur
59%	Redegørelse for miljøforhold og klimaforhold
54%	Medarbejderforhold

Note: Procenten angiver, hvor stor en andel af de udvalgte selskaber der opfylder retningslinjerne.

I forbindelse med gennemgangen af ledelsesberetningerne specificeres det i Tabel 3, i hvilket omfang de kapitalfondsejede selskaber lever op til retningslinjernes krav om oplysninger om corporate governance i årsrapporterne for 2008.

Tabel 3. Overholdelse af oplysninger om corporate governance i porteføljeselskabernes årsrapporter.

65%	Hvilken kapitalfond der ejer virksomheden og med hvilken ejerandel
50%	Hvilke(n) partner(e) hos kapitalfonden der repræsenterer fonden(e) i den pågældende virksomhed
48%	Hvem de enkelte medlemmer i bestyrelsen er indstillet af
74%	Kapitalstruktur (f.eks. opdeling i aktieklasser mv.)
67%	Generalforsamling (særlige bestemmelser i vedtægter om bestyrelsens beføjelser/bemyndigelser til udlodning mv.)
44%	Interessenter (angivelse af, hvem der er virksomhedens primære interessenter, og hvad ledelsen gør for at imødekomme disse)
56%	Bestyrelsens arbejde (antal bestyrelsesmøder, brug af bestyrelsesudvalg mv.)
74%	Direktionens og bestyrelsens aktuelle vederlag
70%	Bestyrelsens og direktionens direkte aktiebeholdning som samlede grupper, hvis den overstiger 5% på balancedagen

Note: Procenten angiver, hvor stor en andel af de udvalgte selskaber der opfylder retningslinjerne.

Kapitalfonde og deres virksomheder skal have de bedst mulige rammebetingelser

Gode rammebetingelser er afgørende

Regulering af kapitalfonde bør i videst muligt omfang være international, så det er muligt at stille kapitalfonde og andre investeringsenheder inden for køb og salg af virksomheder lige.

Kapitalfondenes forretningsmuligheder afhænger blandt mange forhold af, om der er tilstrækkeligt gode rammebetingelser. Det er navnlig afgørende, at danske fonde har konkurrencedygtige rammebetingelser sammenlignet med andre lande.

Det er også vigtigt, at kapitalfonde ikke diskrimineres i forhold til andre ejerformer som eksempelvis børsnoterede og familieejede selskaber, og endelig har det betydning, at der ikke i EU indføres uhensigtsmæssig regulering i forhold til, hvad der gælder i USA og Asien. Det er således afgørende med en »Level Playing Field«, hvor kapitalfondsejede selskaber konkurrerer på lige fod med andre selskaber.

Det betyder, at regulering af kapitalfonde i videst muligt omfang bør være international, så det er muligt at stille kapitalfonde og andre investeringsenheder inden for køb og salg af virksomheder lige. Det er ligeledes væsentligt, at vi i Danmark ikke indfører regulering, der strider mod, hvad der er normen i resten af EU, for det vil få investeringer til at gå uden om Danmark.

I løbet af de sidste år er der sket afgørende ændringer for kapitalfonde. Kapitalfundsmodellen har vundet frem som ejerform, og frem til 2007 blev der gennemført stadig større akquisitioner. Det betød, at der kom langt større fokus på, hvilken rolle fondene spiller for den generelle samfundsudvikling.

I 2007 offentliggjorde en række internationale kapitalfonde retningslinjer for åbenhed og transparens i kapitalfonde, der opererer i Storbritannien, under ledelse af Sir David Walker. I 2008 kom DVCA så med sine retningslinjer, der i internationalt perspektiv var de hidtil mest vidtrækkende i forhold til åbenhed og transparens. Lignende initiativer har været på vej i EVCA-regi¹.

Den finansielle ustabilitet, der for alvor satte ind i 4. kvartal 2008, betød dog i vidt omfang, at alle sten måtte vendes i forhold til at identificere mulige kilder til den finansielle ustabilitet, og i den forbindelse kom kapitalfonde i søgelyset, bl.a. på grund af den danske EU-parlamentariker, tidligere statsminister Poul Nyrup Rasmussen. Poul Nyrup Rasmussen har dygtigt markedsført synspunkter om, at kapitalfonde og hedgefonde undergraver den finansielle stabilitet, at kapitalfonde udgør en trussel mod jobskabelsen, og at kapitalfonde ikke har været tilstrækkeligt åbne i forhold til deres strategi og målsætninger.

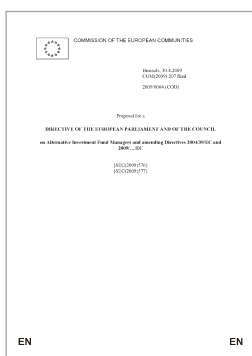
DVCA vil gerne medgive, at såvel danske som internationale kapitalfonde var længe om at åbne sig i forhold til offentligheden. Det skyldes imidlertid ikke manglende vilje, men snarere, at branchen fra 2003 og frem til i dag har udviklet sig med en sådan hast, at man ikke var tilstrækkeligt opmærksom på, at omverdenen kunne have en legitim interesse i at få indsigt i fondenes arbejde. Dette forhold har ændret sig over de seneste 3-4 år, hvilket førte til fremkomsten af ovennævnte retningslinjer. DVCA er således overbevist om, at den øgede åbenhed vil være en gevinst for alle, fordi man dermed kan sikre en bedre dialog om branchens udvikling. Meningsfuld dialog forudsætter nemlig viden om fondenes strategier og handlinger samt om udviklingen i de selskaber, som fondene ejer.

Poul Nyrups øvrige synspunkter om, at kapitalfonde skulle være en trussel mod den finansielle stabilitet og medarbejdernes tryghed i ansættelsen, kan imidlertid klart afvises. Som omtalt andetsteds i denne rapport offentliggjorde LO i 2008 en rapport, der slog fast, at medarbejdernes løn- og ansættelsesvilkår ikke blev påvirket af, om

1. EVCA er den europæiske sammenslutning af venture- og kapitalfonde (European Venture and Private Equity Association).

DVCA har registreret samtlige kapitalfondsejerskaber siden starten af 1990'erne. Kun én gang ud af over 300 køb af en virksomhed er et kapitalfondsejerskab endt i decideret konkurs og lukning af virksomheden.

Regulering på europæisk niveau



en virksomhed er kapitalfondsejet eller ej. Ligeledes giver sammenblandingen af kapitalfonde og hedgefonde overhovedet ingen mening, da der ingen sammenhæng er i substansen mellem de to forretningsmodeller.

Det er også et faktum, at kapitalfondsejerskab ikke medfører øget risiko for konkurs, som det antydes i direktivudkastet. DVCA har registreret samtlige kapitalfondsejerskaber siden starten af 1990'erne. Kun én gang ud af over 300 køb af en virksomhed er et kapitalfondsejerskab endt i decideret konkurs og lukning af virksomheden ifølge DVCA's baggrundsrapport om kapitalfonde fra 2008. Det svarer til under 1%, og perioden dækker vel at mærke to lavkonjunkturperioder.

På europæisk plan har World Economic Forum også undersøgt spørgsmålet. Her slås det fast – baseret på 1.500 virksomhedskøb af kapitalfonde i EU siden 1970 – at kun i 3% af tilfældene er virksomheden endt i konkurs eller finansiell restrukturering.

Den 25. februar 2009 offentliggjorde den såkaldte De Larosière-gruppe sin rapport om, hvordan man kan styrke stabiliteten i EU's finansielle institutioner. Rapporten var blevet til på opdrag fra EU-Kommissionen og slog fast, at kapitalfonde ikke udgør nogen systemisk risiko i forhold til den finansielle stabilitet.

På trods af De Larosières rapport og kapitalfondenes bestræbelser på at indføre selvregulering i form af vidtgående retningslinjer for åbenhed og transperans besluttede EU-Kommissionen i 2008 på opfordring fra EU-Parlamentet at iværksætte en række reguleringsinitiativer over for kapitalfonde, herunder en autorisationsordning, jf. nedenfor. Sideløbende hermed er der i forbindelse med regeringens skattereform indført en række stramninger af de skattemæssige rammebetingelser, der gør Danmark til et af de lande i Europa, der beskatter investorer hårdst.

EU har et nyt direktiv for såkaldte alternative investeringer på vej.

Det nye direktiv indeholder et væld af administrative byrder, som i sidste ende vil svække europæiske fonde i forhold til fonde i andre dele af verden. Kommissionens forslag betyder, at fundmanagers (General Partners), der tilsammen administrerer fonde, som er større end € 500 mio.², omfattes af følgende regulering:

1. Fundmanagers skal have en personlig autorisation til at drive venture- og kapitalfondsvirksomhed.
2. Fundmanagers skal kommunikere mere åbent om deres virksomheder end andre ejerformer.
3. Der opstilles meget specifikke regler for den daglige drift, herunder principper for risikostyring.

For at tilvejebringe det fulde overblik over, hvordan EU-direktivet vil virke i forhold til DVCA's retningslinjer, har DVCA lavet en skematisk sammenligning af DVCA's retningslinjer og det nye EU-direktiv. Denne sammenligning kan findes på DVCA's hjemmeside: www.dvca.dk. Her ses det, at der er en hel del overlap mellem de to sæt regler.

2. Direktivteksten henviser til værdien af virksomhederne i kapital- eller venturefondens portefølje. Det skal ikke forveksles med begrebet "tilsagt kapital under forvaltning", som ellers er det normale mål for en kapitalfondsstørrelse. Tærskelværdien på € 500 mio., hvilket svarer til ca. 3,7 mia. danske kroner, betyder, at de tre danske fonde Axcel, Polaris og LD Equity vil være omfattet af reguleringen.

Regulering på europæisk niveau (fortsat)

Skattereform øger beskatningen af venture- og kapitalfonde



DVCA er yderst skeptisk over for det foreslåede direktiv. En betydelig del af direktivet er allerede gennemført på dansk niveau som følge af DVCA's retningslinjer, jf. DVCA's sammenligning. Dele af direktivet bærer således præg af manglende viden om, hvordan kapitalfonde arbejder.

Et eksempel er kravet om risikostyring. Efter DVCA's opfattelse er investorer, der investerer i kapital- og venturefonde professionelle enheder, der bedst selv er i stand til at vurdere risici. Hertil kommer, at risikostyringen er på selskabsniveau, hvilket i forvejen håndteres af selskabernes bestyrelser. I forlængelse af dette krav forestiller Kommissionen sig, at der skal opstilles regler for likviditetsstyring. Dette krav er helt unødvendigt, da det er en kerneopgave for alle fonde at styre likviditeten i deres selskaber.

Derudover er kravet om startkapital i fondene helt unødvendigt. Der er i forvejen kapitalkrav i selskabslovgivningen, og det forekommer unødvendigt at skærpe dem. Øgede kapitalkrav i fondene vil i øvrigt reducere mulighederne for at investere i porteføljeselskaberne.

En stor del af direktivet er således enten dækket af aftalen mellem kapitalfonden og dens investorer eller i de såkaldte covenants³, som er de betingelser, banken og kapitalfonden bliver enige om, hvis en kapitalfond vælger at belåne sine aktiver. Det foreslåede direktiv er derfor i bedste fald overflødigt og i værste fald skadeligt for europæiske fonde. På den baggrund er det DVCA's opfattelse, at den danske regering bør arbejde for at hæve grænsen til minimum € 1 mia.

Onsdag d. 22. april 2009 fremsatte regeringen de 13 lovforslag, der udgjorde *Forårspakke 2.0 – Vækst, klima, lavere skat*. Forslagene forventes vedtaget inden sommeren 2009. Første del af reformen træder i kraft i 2010 og vil blive løbende indfaset indtil 2019.

Hovedelementerne i pakken er nedsættelser af skatten på arbejde i 2010 med 29 mia. kr. Forslagene medfører, at den højeste marginalsat på arbejdsindkomst reduceres fra ca. 63 til ca. 56%, inkl. arbejdsmarkedsbidrag.

Af særlig betydning for kapitalfonde er:

- Der sker en harmonisering af den skattemæssige behandling af selskabers udbytter og aktieavancer, hvorefter udbytter og avancer vedrørende datterselskabsaktier og koncernselskabsaktier ikke beskattes uanset ejertid, og udbytter og avancer vedrørende andre aktiebesiddelser (porteføljeaktier) beskattes uanset ejertid.
- Der indføres lagerbeskatning af selskabers obligationer og visse porteføljeaktier på grundlag af aktiernes og obligationernes handelsværdi. For porteføljeaktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, kan selskaber vælge realisationsprincippet.
- Kapitalfondspartners merafkast beskattes som erhvervsindkomst.
- Adgangen til fradrag for advokat- og revisorkostninger og undersøgelser af nye markeder i forbindelse med etablering af virksomhed afskaffes.
- Fradragsretten for renter ved køb af udenlandske aktier udfases i perioden 2010 til 2017.

3. Covenants er de lånebetingelser, som et selskab aftaler med sin bank om hvordan kapitalstrukturen i selskabet skal udvikle sig.



Skatteminister Kristian Jensen taler ved DVCA's præsentation af retningslinjer for god selskabsledelse i kapitalfonde.



Martin Aagerup, CEPOS, i diskussion med Robert Spliid, Saxo Bank, og Peter Korsholm, EQT, på Nimbs terrasse ved receptionen efter DVCA's præsentation af retningslinjer for god selskabsledelse i kapitalfonde.

DVCA vil gerne kvittere for, at noterede aktier blev undtaget fra det generelle princip om lagerbeskatning af aktiegevinster. Lagerbeskatning af aktiegevinster kunne have ødelagt investeringsmiljøet i Danmark, fordi det ville have tvunget investorer til at betale skat af gevinster, som endnu ikke er realiseret.

Indledningsvist vil DVCA gerne rose regeringen for, at skattereformen indebærer en markant nedsættelse af skatten på arbejde, herunder skatten på den sidst tjente krone.

Lettelsen i personskatterne indfrier et ønske, der har været centralt for DVCA's medlemmer i mange år, fordi det tilskynder til at arbejde mere, fordi vi undgår hjerneflugt, og endelig fordi det bliver nemmere for danske virksomheder at tiltrække de bedste talenter fra udlandet.

DVCA vil også gerne kvittere for, at noterede aktier blev undtaget fra det generelle princip om lagerbeskatning af aktiegevinster. Lagerbeskatning af aktiegevinster kunne have ødelagt investeringsmiljøet i Danmark, fordi det ville have tvunget investorer til at betale skat af gevinster, som endnu ikke er realiseret.

DVCA har dog fortsat store forbehold i forhold til finansieringen af skattelettelse, for det er i høj grad erhvervslivet, der kommer til at bøde for disse.

For det første betyder reformen, at det bliver væsentligt dyrere skattemæssigt at være minoritetsaktionær, hvis man ejer sine aktier igennem et personligt holdingselskab i forhold til, hvis man ejer dem som enkeltperson.

Dernæst beskattes kapitalfondspartnere nu hårdere end andre investorer af deres såkaldte carried interest⁴, hvilket er en urimelig og ubegrundet forskelsbehandling af enkeltindivider.

Ændringen i reglerne vedrørende fradrag for advokat- og revisoromkostninger betyder, at færre vil benytte kompetent rådgivning ved virksomhedsetableringer. Det kan svække mulighederne for at gennemføre succesrige virksomhedsetableringer.

Endelig betyder udfasningen af fradragsretten for køb af udenlandske aktier, at færre virksomheder vil foretage investeringer i udlandet, hvilket forekommer unødigt protektionistisk i en lille, åben økonomi som den danske.

Samlet set vurderer DVCA, at skattereformen svækker mulighederne for at udøve aktivt ejerskab, omend lettelsen i personskatterne i nogen grad kompenserer herfor.

4. General Managers' andel af afkast; beregnes normalt som 20% af den del af afkastet, der ligger ud over hurdle rate (minimumsforrentning).

Hvordan det gik i kapitalfondsejede selskaber i 2008

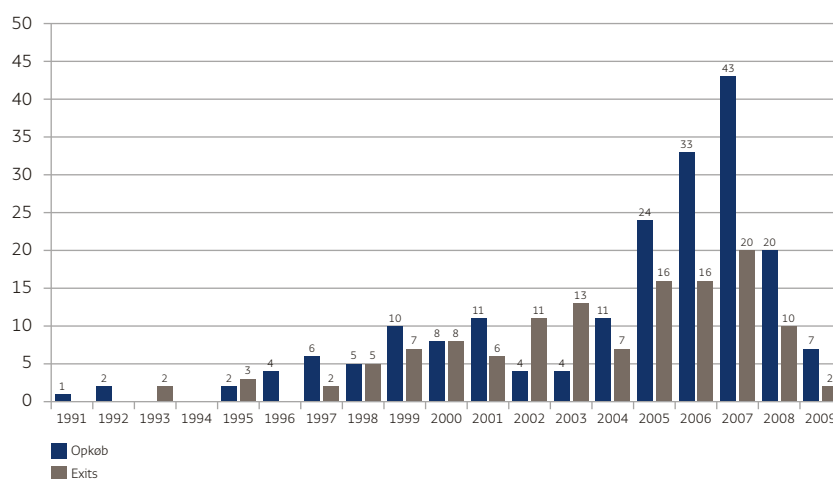
Et krævende år for kapitalfonde

Både hvad angår køb og salg af virksomheder foregår der i øjeblikket en tilpasningsproces, der endnu ikke er fuldt tilendebragt. Det betyder, at nogle ejere holder på deres virksomheder længere, end de ellers ville have gjort.

2008 blev et krævende år for kapitalfonde overalt i verden – det gælder også Danmark. Der var overordnet et markant fald i transaktionerne, og det er også blevet noget vanskeligere at rejse ny kapital. Dermed følger kapitalfonde, der opererer i Danmark, den udvikling, der også gælder for andre ejerskabsformer.

Det forholdsvis lave aktivitetsniveau i forhold til køb og salg af virksomheder fremgår af Fig. 1. Som det fremgår, var der en betydelig vækst i antallet af transaktioner på grund af de særligt gode finanseringsvilkår frem til 2007, mens 2008 var på niveau med tiden før 2005. Både hvad angår køb og salg af virksomheder foregår der i øjeblikket en tilpasningsproces, der endnu ikke er fuldt tilendebragt. Det betyder, at nogle ejere holder på deres virksomheder længere, end de ellers ville have gjort, og det betyder igen, at en stor del af aktiviteten i fondene p.t. består i at optimere den eksisterende virksomhedsportefølje med henblik på senere salg.

Fig. 1. Antal opkøb og exits foretaget af kapitalfonde i Danmark 1991–2009.



Kilde: Baseret på tal fra DVCA.

Note: I opgørelsen medtages ikke investeringer i minoritetsandele foretaget af Dansk Kapitalanlæg, Erhvervsinvest Nord, Industri Udvikling, Jysk-Fynsk Kapital og SR Private Brands. Af den årsag stemmer ovenstående opgørelse ikke med oversigten på side 15. Antallet af opkøb for 2009 dækker perioden fra januar til maj.

Der foregår dog stadig opkøb; eksempelvis har Axcel i 2008 købt PANDORA og den svenske uddannelsesvirksomhed JBO, Polaris Private Equity har købt BabySam og Tøjeksperten, og Nordic Capital har købt EDB-gruppen. I 2009 har EQT eksempelvis købt KMD, Odin har købt P.R. Shipping, Altor har købt Carnegie Bank, og Deltaq har købt Combilent, jf. oversigten på side 15.

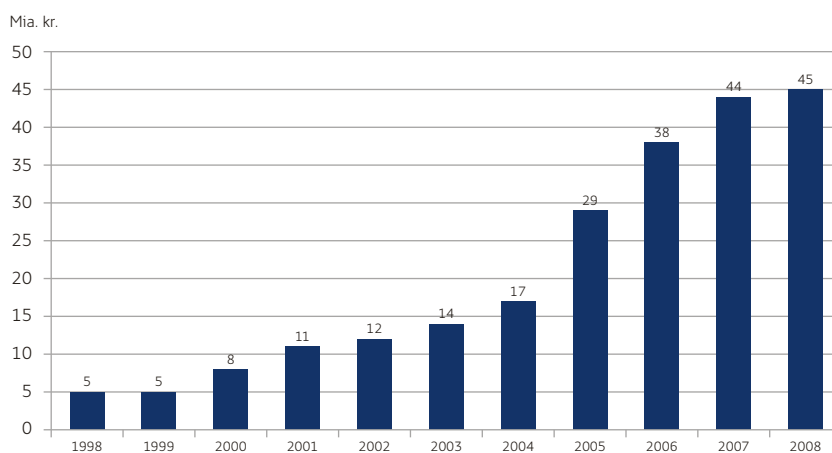
Den noget lavere aktivitet afspejler sig også i de samlede investeringer målt i kroner. Som det fremgår af Tabel 4, nåede investeringerne sit maksimum i 2005 og er siden faldet til et mere naturligt leje.

Tabel 4. Samlet købspris for kapitalfondsejede selskaber.

Mia. kr.	Før 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	19,878	6,169	131,730	6,280	14,964	5,232	0,628

Den tilsagte kapital til fonde, der opererer i Danmark, var i 2008 på alt 45 mia. kr. Som det fremgår af Fig. 2, var der en betydelig vækst i den tilsagte kapital fra 2004 og frem til 2006, hvorefter tallet har ligget forholdsvis konstant. I løbet af 2008 rejste Odin Equity dog en fond på 1,7 mia. kr. med en stor andel af udenlandske investorer, og primo 2009 har Polaris Private Equity rejst en ny fond på godt 2 mia. kr. Bag denne fond står blandt andre A.P. Møller - Mærsk, Danske Bank og ATP Private Equity Partners. Det vidner om, at det fortsat er muligt at tiltrække investorer til kapitalfonde på trods af et vanskeligt marked.

Fig. 2. Tilsagt kapital til kapitalfonde i Danmark 1998–2008.



Kilde: Vækstfonden (2008).
Note: Vækstfonden medtager ikke funds of funds i sin opgørelse.

Indrapportering af data til DVCA

I henhold til DVCA's retningslinjer har alle fonde og porteføljeselskaber indrapporteret forskellige oplysninger til DVCA. Det drejer sig primært om offentliggjorte regnskabsoplysninger, men også oplysninger, der ligger ud over de almindelige regnskabsoplysninger, er i et vist omfang en del af indrapporteringen. På kapitalfondsniveau har 15 fonde indrapporteret, hvilket betyder, at alle fonde har indrapporteret, som de skulle. På porteføljeselskabsniveau har 46 virksomheder indrapporteret, hvilket ligeledes betyder, at alle omfattede virksomheder har indrapporteret, som de skulle. De indrapporterende virksomheder var bortset fra tre selskaber alle klasse C-stor og dermed omfattet af retningslinjerne. De tre mindre selskaber har frivilligt tilsluttet sig retningslinjerne, selvom de ikke formelt var omfattet¹. Virksomhederne er blevet bedt om at indrapportere tal for 2007 og 2008.

Stor organisk vækst i kapitalfondsejede virksomheder

Ser man alene på TDC, ISS og Wristgroup², omsætter de tilsammen for over 150 mia. kr. i 2008 og udgør dermed en så betydelig andel af den samlede omsætning, at det er nødvendigt at isolere disse tre virksomheder, hvis man skal have en ide om udviklingen i den brede underskov af kapitalfondsejede virksomheder. Den resterende del af de kapitalfondsejede virksomheder omsatte for knap 54 mia. kr. i 2008.

Samlet set var omsætningen i de kapitalfondsejede selskaber ca. 204 mia. kr., heraf godt 60 mia. kr. i Danmark. Det betyder, at kapitalfondsejede virksomheder i betyde-

1. Der kan læses mere om indrapporteringen i afsnittet om DVCA's retningslinjer i starten af denne rapport.
2. Wristgroup, der er ejet af Altor, består af O.W. Bunker, Wrist og Wrist Shipping.

Tabel 5. Omsætning og organisk vækst i kapitalfondsejede selskaber.

Kr.	Opgørelse inkl. TDC, ISS og Wristgroup		Opgørelse ekskl. TDC, ISS og Wristgroup	
	2008	2007	2008	2007
Nettoomsætning	204.381.188	133.411.302	53.617.006	30.168.507
Heraf i Danmark	60.008.101	41.675.761	32.389.101	13.209.761
Organisk vækst	15.063.328	2.986.909	2.582.412	2.153.375
Organisk vækst i %	10		6	

Note: Kun 31 ud af de i alt 46 selskaber havde indrapporteret regnskabsoplysninger for både 2007 og 2008, og derfor er den organiske vækst beregnet på baggrund af udviklingen i de 31 selskaber. Af samme årsag er tallene for 2007 og 2008 ikke umiddelbart sammenlignelige.

ligt omfang har aktiviteter i udlandet i form af enten eksport eller datterselskabsrepræsentation. Det er imidlertid i høj grad de tre store selskaber, TDC, ISS og Wristgroup, der dominerer billedet i forhold til omsætning i udlandet, idet kun godt 18% af deres omsætning ligger i Danmark, mens det tilsvarende tal for de øvrige virksomheder ligger på knap 60%.

Ud af den samlede omsætning på de godt 204 mia. kr. har der været en organisk vækst på ca. 15 mia. kr. i forhold til året før, svarende til ca. 10%. Ser vi bort fra TDC, ISS og Wristgroup, har den organiske vækst været på 6%.

Tabel 6. EBIT-margin i kapitalfondsejede selskaber.

	I alt inkl. TDC, ISS og Wristgroup		I alt ekskl. TDC, ISS og Wristgroup	
	2008	2007	2008	2007
EBIT (i kr.)	8.967.559	13.346.553	3.673.559	1.627.553
EBIT-margin	4%	10%	7%	5%

EBIT i 2008 for alle selskaber blev på knap 9 mia. kr. mod 13,3 mia. kr. året før. Ser man på de resterende selskaber, var der en samlet fremgang i EBIT fra 1,6 mia. kr. til knap 3,7 mia. kr., svarende til en EBIT-margin på 7%. Dermed kan det konkluderes, at der har været en positiv udvikling i indtjeningen i de kapitalfondsejede selskaber.

I 2008 var 532.202 personer ansat i danske kapitalfondsejede virksomheder. Den meget høje beskæftigelse dækker over, at ISS ultimo 2008 havde godt 473.000 ansatte, heraf langt hovedparten i udlandet. Den samlede fuldtidsbeskæftigelse i Danmark i kapitalfondsejede virksomheder, der er omfattet af retningslinjerne i Danmark, ligger på godt 47.000, svarende til godt 3% af beskæftigelsen i den private sektor.

Økonomi- og Erhvervsministeriet har tidligere vurderet (i 2006), at tallet lå på ca. 4% af den samlede beskæftigelse, men for det første er beskæftigelsen faldet i TDC i perioden, og for det andet ser vi her kun på majoritetsejede selskaber, hvilket eksempelvis udelukker PostDanmark, og endelig er der med enkelte undtagelser kun set på virksomheder i regnskabsklasse C-stor og opefter. Det betyder, at hovedparten af de mindre kapitalfondsejede selskaber ikke er med i opgørelsen.

Som det fremgår af Tabel 7, er den samlede beskæftigelse i Danmark faldet i den betragtede periode, fuldstændig som i resten af økonomien. Men fraregner man TDC og ISS, viser der sig en stigning. Det betyder, at underskoven af kapitalfondsejede selskaber er gået mod strømmen, hvad beskæftigelsen angår i 2008.

Vækst i antal ansatte i underskoven af kapitalfondsejede virksomheder

Tabel 7. Ansatte og beskæftigelsesvækst i kapitalfondsejede selskaber.

	I alt inkl. TDC og ISS		I alt ekskl. TDC og ISS	
	2008	2007	2008	2007
Antal ansatte ultimo	532.202	485.478	44.656	30.006
Gns. antal ansatte i Danmark	46.930	42.748	24.392	17.986
Beskæftigelsesvækst	-2,9%		4,1%	

Note: Det skal bemærkes, at der mangler indberetninger for 2007. Væksttallene er beregnet på baggrund af de 31 selskaber, der både har indberettet for 2007 og 2008.

Det har været fremført i den offentlige debat, at kapitalfondsejede selskaber ikke betaler skat. Dette spørgsmål blev sidste år taget under behandling af CEBR³, der grundigt undersøgte spørgsmålet. Konklusionen på undersøgelsen var kort fortalt, at kapitalfonde ikke er specielle i skattemæssig henseende, men at de som alle andre søger at optimere deres skattebetaling.

Tabel 8. Skattebetalinger i kapitalfondsejede selskaber.

Kr.	Alle selskaber inkl. TDC og ISS		Alle selskaber ekskl. TDC og ISS	
	2008	2007	2008	2007
Resultat før skat	6.072.540	7.823.059	1.354.540	1.108.059
Aktuel skat	2.595.161	2.258.434	736.161	380.149
Skatteprocent	42,7%	28,9%	54,3%	34,3%

Kapitalfondsejede selskaber fik i 2008 tilsammen et resultat før skat på knap 6,1 mia. kr. Heraf var aktuel skat knap 2,6 mia. kr., hvilket svarer til en skatteprocent på 42,3. Denne ret høje skatteprocent afspejler bl.a. regeringens indgreb mod såkaldt tynd kapitalisering fra 2007, der i betragteligt omfang reducerede rentefradragsretten. Myten om, at kapitalfondsejede selskaber ikke betaler skat, holder heller ikke, hvis man ser på 2007, hvor skatteprocenten var 28,9.

Ved kapitalstruktur forstås forholdet mellem gæld og egenkapital, subsidiært forholdet mellem lang og kortfristet gæld. Graden af gældsfinansiering – gearing – kan måles som gæld/egenkapital eller som gæld i forhold til virksomhedens indtjening.

Det er karakteristisk for kapitalfonde, at de i et vist omfang gældsfinansierer virksomhedsovertagelser og følgeinvesteringer i de opkøbte virksomheder, hvilket har givet anledning til kritik og bekymring for, hvordan gældsbyrden påvirker virksomhedernes konkurrenceevne. Det er dog værd at bemærke, at gældsfinansiering af opkøb også i vidt omfang anvendes af børsnoterede aktieselskaber. Hertil kommer, at mange børsnoterede selskaber har omlagt deres kapitalstruktur i retning af mere gæld og mindre egenkapital, bl.a. gennem tilbagekøb af egne aktier eller høje dividender.

Gældsfinansiering anvendes også af private, eksempelvis i forbindelse med boligkøb, som jo overvejende lånefinansieres med realkredit (i mange tilfælde finansieres udbetalingen også med banklån). Næsten alle, der har købt bolig gennem de sidste mange år, har derfor foretaget en højt gearret investering og høstet fordelene af det i et opadgående marked, idet en procentvis lille udbetaling er blevet til en stor friværdi. De fleste vil også være bekendt med risikoen, hvis huspriserne falder. Der er altså ikke noget usædvanligt eller suspækt ved at gældsfinansiere en investering.

3. CEBR, *Private Equity i Danmark*, juni 2008.

Kapitalfondsejede selskaber betaler i høj grad skat

Kapitalstruktur og gældsætning i kapitalfondsejede selskaber

Tabel 9. Gennemsnitlig egenkapitalandel i kapitalfondsejede selskaber på købstidspunktet.

%	Før 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	43	32	30	37	33	43	59

Note: 2005-tal er inkl. TDC. Den gennemsnitlige egenkapitalandel er uvægtet.

Tabel 9 viser egenkapitalandelen i de kapitalfondsejede selskaber fra 2004 og frem til 2009. Som det fremgår, faldt egenkapitalandelen frem til 2005 for siden at stige. Egenkapitalandelen er i øjeblikket knap 59%, hvilket afspejler, at det i dag er vanskeligt at lånefinansiere handler.

Tabel 10. Udbytte og investeringer i kapitalfondsejede selskaber.

Mio. kr.	2008	2007
Investeret kapital (add ons)	455	327
Modtaget udbytte	178	2

Det er afgørende for kapitalfonde, at de virksomheder, der er i porteføljen, er sunde og stærke. Derfor kan der være behov for at investere ny kapital i selskaberne, for at de kan udvikle sig i den ønskede retning. I 2008 har fondene tilsammen investeret 455 mio. kr. i deres selskaber, mens de kun har modtaget 178 mio. kr. i udbytte.

Denne analyse er foretaget af ATP PEP på baggrund af rapportering fra de enkelte kapitalfonde (DVCA-medlemmer). De enkelte private equity-medlemmer af DVCA er blevet bedt om at levere afkastdata (cash flow) for alle de investeringer, der er realiseret efter 31. december 1999.

Datasættet inkluderer 597 investeringer foretaget af 11 kapitalfonde i perioden 1990–2006 og må antages at indeholde langt størstedelen af den samlede volumen på det danske marked inden for analysens fokusområde: investeringer realiseret efter 31. december 1999. Datasættet indeholder ikke venture-investeringer, men det har været op til de enkelte kapitalfonde at vurdere, hvilke transaktioner der på denne baggrund ikke er medtaget i analysen. DVCA har imidlertid været i dialog med de enkelte fonde om, hvilke udvælgelseskriterier der skulle anvendes.

IRR er beregnet ved hjælp af to forskellige metoder:

1. En lang pengestrøm, som følger de faktiske tidspunkter. Investeringstidspunkterne er dermed forskellige og varierer fra 1990 til 2006 (jf. ovenstående). En beregning efter denne metode giver en IRR på 29,5%.
2. Alle investeringer antages at være foretaget på samme tidspunkt, »år 0«. Denne metode giver en IRR på 36,3%.

Dermed viser analysen, at afkastet i kapitalfonde målt på de realiserede investeringer stort set er uændret i forhold til sidste år.

Selskab	Branche	Involveret kapitalfond	Omsætning på opkøbstidspunkt (mio. kr.)
Opkøb 2008			
Tøjeksperten (nu PWT A/S)	Herretøj	Polaris	560
BabySam	Detailhandel, babyudstyr	Polaris	500
Kosan Crisplant	Sorteringsanlæg	United International Bank	302
Alpharma API	Farmaceutiske ingredienser	3i	654
PANDORA	Smykker	Axcel	1.100
REWSS	Software til fejl-detektion på telenetværk	Industri Udvikling	-
Biblioteksmedier	Udlånsmaterialer til biblioteker	LD Equity	293
United Textile Group	Beklædning til kvinder	Jysk-Fjysk Kapital	250
SSG A/S	Skadeservice	LD Equity	108
Inspiration	Detailhandel, isenkram	Capidea	570
Media Graphic	Displayløsninger	Deltaq	107
Svendborg Brakes	Industrielle bremseløsninger	Doughty Hanson	390
Contrast	Licensprodukter	EVO	200
Soya Concept	Beklædning til kvinder	3i	-
EFTI	Displayløsninger	Deltaq	18
Welcon	Vindmøller	EVO	475
EDB-Gruppen	It-service	Nordic Capital	911
HYDRA tech	Hydraulikudstyr	Odin Equity Partners	250
Unika Design	Smykker	Deltaq	60
Mogens Marxen	Vindmøller	EVO	175
ABL Food	Grovvarehandel	Industri Udvikling	-
Kuben	Rådgivning, ejendomsadministration og boligprojektering og -salg	Dania Capital	450
Quality Logistics Systems (QLS)	Lagerautomatisering	Odin Equity Partners	40
Univeyor	Lagerautomatisering	Odin Equity Partners	150
Jyden Bur	Staldinventar	Industri Udvikling	-
Opkøb 2009			
P.R. Shipping	Transport og logistik	Odin Equity Partners	200
Carnegie Bank	Bank og anden finansiel virksomhed	Altor	-
Ilva	Møbler	Axcel	700
Signal	Design og distribution af fritidstøj	Executive Capital	100
Traen Gruppen	It-systemer til tilskudsstyring	Dansk Kapitalanlæg	-
KMD	It-service, -udvikling og -løsninger	EQT, ATP	3.476
SmallWorld by Marlip	Børne- og baby-møbler	Executive Capital	28
Alliance Clean & Care	Rengøring og service	Polaris	196
Kølving & Thaning	Rengøring og service	Polaris	250
Combilent	Komponenter til trådløse kommunikationsløsninger	Deltaq	-
Pulse Medtech Group	Komponenter til høreapparater	Altor	675
Exits 2008/2009			
Microtronic (nu Sonion)	Komponenter til høreapparater	Nordic Capital, Polaris	355
Kirk Acoustics (nu Sonion)	Komponenter til mobiltelefoner	Nordic Capital, Polaris	675
Royal Danish Seafood Group	Levende ål samt varmrøgede fiskeprodukter	Industri Udvikling	-
Kosan Crisplant	Sorteringsanlæg	Segulah	193
Blücher	Fremstilling, VVS, rør og sanitet	LD Equity, Nykredit Realkredit A/S, Danebrog ApS	240
Gram Commercial	Industrielle køleanlæg	LD Equity	211
Rahbekfisk	Frosne færdigretter	Glitnir Total Capital	400
Carl Vollstedt Efff.	Pølser og delikatesser	Industri Udvikling	-
Labofa Munch	Kontormøbler	Industri Udvikling	-
Essential Aircraft Maintenance Services (EAMS)	Flyvedligeholdelse	LD Equity	-
Buksesnedkeren	Design og distribution af fritidstøj	Change Capital Partners	371
Biva	Møbler	Dania Capital, Odin Equity Partners	360

Note: Opkøb og exits er angivet i kronologisk orden.

LO's undersøgelse om løn- og arbejdsvilkår i kapitalfondsejede virksomheder

Løn- og arbejdsvilkår i kapitalfondsejede selskaber

Fra medarbejderside oplever man i nogle tilfælde, at netop de aftalte økonomiske mål indirekte påvirker lønforhandlingerne. Ikke desto mindre er der ikke meldt om forringede lønvilkår i form af ikke opretholdte overenskomster eller manglende lønudvikling i de virksomheder, som indgik i undersøgelsen.

Det er afgørende, at løn- og arbejdsvilkårene i de virksomheder, som kapitalfonde ejer, er gode. Kun derved kan man fastholde medarbejderne og få dem til at bidrage til udviklingen af virksomhederne.

Der har imidlertid været mange diskussioner om løn- og arbejdsvilkår i de virksomheder, som danske fonde ejer. Blandt andet har der været rejst en frygt fra fagforeninger og andre om, at kapitalfonde ønsker at udpine deres virksomheder i et forsøg på at tjene flere penge. Det er imidlertid noget, DVCA mener ville være en uklog forretningsstrategi, og DVCA har heller ikke kendskab til, at noget sådant skulle forekomme. Det er væsentligt lettere at sælge en sund og stærk virksomhed end en udpint virksomhed med utilfredse medarbejdere.

Spørgsmålet er så, hvad de kendte undersøgelser, der er lavet på området, viser.

DVCA tog sidste år temperaturen på de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer blandt kapitalfondsejede virksomheder. Der viste sig et billede af, at bestyrelsesmedlemmerne generelt er positive over for kapitalfondsejerskab, at fondene har respekt for de virksomheder, de investerer i, at ledelsesstilen er åben, og at der gøres meget for, at virksomheden skal være en attraktiv arbejdsplads.

I januar 2009 offentliggjorde LO en større undersøgelse om kapitalfonde. Som en del af undersøgelsen havde LO bedt forskningsenheden FAOS¹ om at foretage en kvalitativ undersøgelse af arbejdsvilkårene i fem kapitalfondsejede virksomheder. Nedenfor gengives hovedresultaterne fra undersøgelsen.

Udpluk fra FAOS-undersøgelsen

I FAOS-undersøgelsen er det generelt vurderingen, at ledelsen i de kapitalfondsejede virksomheder er blevet mere fokuseret på økonomi og økonomiske nøgletal. Særligt ved overgangen fra familieejerskab til et finansielt ejerskab synes oplevelsen at være markant, med en fornemmelse af, at relationen til den enkelte medarbejder bliver mere forretningsmæssig.

I et flertal af de fem virksomheder har man undergået en proces, hvor der godt nok er blevet investeret, men hvor der også tænkes mere over, hvor der kan skæres overflødig proces væk. Særligt har produktionsvirksomhederne oplevet, at deres lagerfunktioner er blevet mindre. Man producerer ikke til lager, men snarere til levering.

Også outsourcing af de løntunge funktioner har præget produktionsvirksomhederne, hvor medarbejdernes vurdering er, at det i nogle situationer har været vanskeligt at opretholde kvaliteten, når produktionen flyttes til andre lande.

I forbindelse med det øgede fokus på økonomien undrer man sig i en af virksomhederne over, at man skulle kunne øge virksomhedens indtjening, uden at den får flere markedsandele eller som sådan producerer mere. Derfor frygter man, at det eneste, man kan, er at skære på omkostningerne generelt – også på områder, som går ud over medarbejderne.

I FAOS-undersøgelsen viser det sig også, at sammensætningen af ejerkredsen kan spille en afgørende rolle for holdningen på arbejdspladsen. Investorer med tilknytning til lønmodtagerorganisationer giver stor tryghed på både medarbejderside og i

1. Forskningscenter for Arbejdsmarkeds- og Organisationsstudier (FAOS) ved Københavns Universitet har foretaget en kvalitativ undersøgelse på baggrund af interviews på fem virksomheder. Både ledere, tillidsvalgte og andre medarbejdere er blevet interviewet. Hensigten har været at undersøge samarbejdsrelationer og arbejdsvilkår på kapitalfondsejede virksomheder.



ledelsen. Der er en udbredt overbevisning om, at sådanne medinvestorer i kapitalfonde udviser social ansvarlighed, bl.a. fordi de ikke vil kunne bære negativ omtale af kynisk behandling af medarbejdere og lignende.

Personalepolitikken på de undersøgte virksomheder er i det store og hele upåvirket af kapitalfondsovertagelsen. Det er vurderingen, at ledelsen meget bevidst går ind og agerer »buffer« for eventuelle tiltag fra ejernes side, der kunne påvirke arbejdsvilkårene negativt. Ledelsen ser sig ligeledes som hovedansvarlig for alle ledelsesbeslutninger, hvilket betyder, at det ændrede ejerskab på undersøgte virksomheder angiveligt kun har begrænset indflydelse på disse områder. Ledelsen på disse virksomheder udtrykker også generelt, at de ved at levere de rigtige nøgletal kan skabe handlefrihed for sig selv såvel som medarbejderne – og dermed ikke er tvunget til at forringe løn- og arbejdsvilkår.

Fra medarbejderside oplever man i nogle tilfælde, at netop de aftalte økonomiske mål indirekte påvirker lønforhandlingerne. Ikke desto mindre er der ikke meldt om forringede lønvilkår i form af ikke opretholdte overenskomster eller manglende lønudvikling i de virksomheder, som indgik i undersøgelsen.

LO's vurderinger og anbefalinger

LO vurderer selv, at de forskellige undersøgelser af kapitalfondsejede virksomheder ikke giver et entydigt billede af, om disse virksomheder er bedre eller dårligere drevet, eller om de ansætter flere eller færre medarbejdere. Disse forhold afgøres umiddelbart af vilkårene for den enkelte virksomhed og omstændighederne omkring den enkelte kapitalfond.


Ud fra FAOS-undersøgelsen er det vurderingen, at der bliver stillet større krav til kapitalfondsejede virksomheder, og at det påvirker situationen for medarbejderne på arbejdspladsen. Mange steder oplever man, at man skal løbe hurtigere. Og nogle steder betyder det også, at medarbejdernes stressniveau øges. Men der er omvendt ikke tegn på, at kapitalfondsejerskabet leder til en helt anden, mere skrabet personalepolitik. De fleste steder fortsætter personaleforholdene, som de hidtil har været, måske med mindre ændringer, mens de også opleves som forbedret enkelte steder.

Alt i alt lader det således ikke til, at kapitalfondsejerskab påvirker danske arbejdspladser på en måde, som andre ændrede ejerskabsforhold ikke også ville kunne lede til. LO's vurdering er, at det kan skyldes, at kapitalfonde, der opererer i Danmark, vurderer, at de ikke vil opnå nettogevinster ved at forringe løn- og arbejdsvilkår på danske arbejdspladser.

LO vil på den baggrund følge udviklingen i løn- og arbejdsvilkår i kapitalfondsejede virksomheder. DVCA hilser dette initiativ velkomment.

Alt i alt lader det således ikke til, at kapitalfondsejerskab påvirker danske arbejdspladser på en måde, som andre ændrede ejerskabsforhold ikke også ville kunne lede til.





Hvilke fremtidsperspektiver tegner der sig for kapitalfonde i lyset af finanskrisen, hvordan ser investorerne på fondene som investeringsobjekt, hvordan ser bankerne på finansieringsmulighederne, hvad kan vi forvente af fondenes afkast i de kommende år, og hvad betyder de ændrede rammebetingelser i form af skattereformen og den kommende EU-regulering?

Det var nogle af de spørgsmål, som DVCA's formand Ole Steen Andersen, formanden for Finansrådet, bankdirektør Peter Schütze, Nordea, adm. dir. Henrik Heideby, PFA, managing partner Christian Frigast, Axcel, og partner Søren Vestergaard Poulsen, CVC Capital Partners, diskuterede i en rundbordsamtale hos Nordea 8. juni 2009. Samtalen blev modereret af kommunikationsrådgiver Joachim Sperling.

Rundbordssamtale

Der kommer en konsolidering i branchen

Hvad er makroperspektivet for kapitalfonde – hvor er vi på vej hen?

»Tidligere så vi navnlig mange af London-bankerne underskrive en finansieringspakke uden at have sat sig ordentligt ind i, hvad risikoen var, fordi det bare handlede om at få solgt lånet videre i mindre bidder, så det kunne komme ud af bankens bøger. Den type långivning ser vi ikke længere.«

Søren Vestergaard Poulsen
Partner, CVC Capital Partners

Har fondenes strategi ændret sig i lyset af finanskrisen?

Søren Vestergaard Poulsen: Det er svært at slå en kapitalfond ihjel, men jeg er overbevist om, at der vil blive færre små og mellemstore fonde fremover – der vil ske en konsolidering – alene fordi investorerne bliver stadig mere selektive. Samtidig forsvinder de hurtige handler. Tidligere så vi navnlig mange af London-bankerne underskrive en finansieringspakke uden at have sat sig ordentligt ind i, hvad risikoen var, fordi det bare handlede om at få solgt lånet videre i mindre bidder, så det kunne komme ud af bankens bøger. Den type långivning ser vi ikke længere. Størrelsen af transaktionerne kommer også til at falde, alene fordi der ikke er tilstrækkeligt med finansieringsmuligheder – eller sagt med andre ord – prisen på gæld vil vokse. Det mønster, vi kan se i Danmark, er dog, at kun få fonde er ramt på deres eksisterende forretninger, fordi deres lån har en lang løbetid. Uden en langsigtet stabil finansiering ville mange fonde formentlig være i dybe problemer.

Henrik Heideby: Det er jeg fuldstændig enig i. Der var dog en enkelt ting, som du ikke fik med, nemlig fordelingen mellem investorer og fonde. Navnlig de store fonde må indse, at vilkårene må ændre sig. Men det er en lang proces. Vi kan jo se, at vores egne private equity-enheder rundt omkring måske ikke er så interesseret i at ændre vilkårene for handlerne, fordi det jo på kort sigt vil ramme antallet af handler og dermed deres egne muligheder for succes, men det er noget af det, vi som topledelse må gå ind og gøre noget ved. Nogle af de aftaler, vi investorer har indgået med fondene, har været alt for gunstige.

Søren Vestergaard Poulsen: Jeg kan godt følge Henrik et stykke ad vejen, men jeg tror ikke, paradigmeskiftet bliver så markant. Det er rigtigt, at de gyldne tider med deal by deal carry, 25% carry og 6% hurdle rate er forbi. Og der vil blive stillet langt større krav om kvalitet, for at fondene kan retfærdiggøre deres management fees.

Men investorerne skal passe på, at de ikke presser citronen for hårdt. Der har været nogle uheldige episoder, hvor fondene er blevet presset til at investere, selvom de måske ikke har haft de optimale investeringsmuligheder, for hvis man sidder med et årligt management fee på 2%, vil investorerne måske forlange, at der sker noget. Men det skal man passe på med, for det kan hurtigt føre til en række dårlige investeringer.

Christian Frigast: Jeg er i princippet også enig med Henrik – men i sidste ende handler det om, hvorvidt fonden kan argumentere for sin sag. Det er jo en investeringsmulighed med mange unikke karakteristika. Noget af det særlige er eksempelvis, at alle investeringsmedarbejdere selv investerer på lige fod med investorerne og dermed løber en personlig risiko. Så kan man diskutere, hvordan fordelingen skal være mellem fondene og investorerne, men her handler det om at skabe åbenhed og transparens, så alle ved, hvad der foregår.

Søren Vestergaard Poulsen: Der vil stadig være forskel på fondenes tilgang. Nogle vil gå efter det, jeg kalder høje betaværdier, hvor en del investeringer vil gå hjem med høje afkast, mens andre vil gå væsentligt dårligere. Så er der fonde som CVC, hvor vi satser på mere jævnt fordelte afkast, og endelig har vi set de såkaldte infrastrukturfonde, hvor man på papiret har en meget lav risiko, men hvor man på grund af den høje gearing pludselig bliver ramt af lynet, fordi finansieringsmulighederne har ændret sig markant.

Henrik Heideby: Tidligere har det været svært at komme ind i en række af de bedste fonde – nogle har endog fået nej. Sådan tror jeg ikke det bliver fremover, for vi investorer har et utal af investeringsmuligheder og kigger os grundigt omkring. Tag eksempelvis high-yield bonds – der kan vi få op til 28% i øjeblikket, så der er klare alternativer til kapitalfonde.



Deltagerne i rundbordssamtalen: Formand for Finansrådet, bankdirektør Peter Schütze, Nordea, DVCA's formand Ole Steen Andersen, adm. dir. Henrik Heideby, PFA, managing partner Christian Frigast, Axcel, og partner Søren Vestergaard Poulsen, CVC (ikke til stede på billedet).

Vil en TDC-handel kunne gentage sig i fremtiden? Mange har jo sagt, at den var unaturligt stor.

Er investorerne blevet overeksponeret i kapitalfonde som følge af de store fald i aktiekurserne?

Jeg tror, fondene vil koncentrere sig om bestemte industrier, hvor vi i dag kan se, at nogle af de nordiske fonde har spredt sig vel rigeligt. Som investor vil jeg hellere selv udvælge de specialiserede fonde, så jeg slipper for den usikkerhed, der er forbundet med, at en fond kaster sig over alt muligt. Jeg vil gerne kunne sammensætte min risikoprofil selv, og det ønske tror jeg investorerne har over en bred kam. Derfor vil fondene fremover specialisere sig mere – ikke sådan at forstå, at de må holde sig til kun én industri – men snarere, at de vil sprede sig knap så meget og holde sig til det, de har forstand på.

Henrik Heideby: Det er ikke rigtigt, for handlen var jo ikke stor på det tidspunkt, hvor kapitalen var så rigelig. Andre steder i verden så vi endog større transaktioner. Det er jo markedet, der bestemmer, hvor store handler man kan lave, og i øjeblikket kan vi vist roligt slå fast, at handler af den art ikke er på tegnebrættet, for ingen vil finansiere dem.

Ole Steen Andersen: Det er klart, at fondene skal passe på med den type infrastruktur. TDC vakte opsigt af mange årsager, men der er også mange følelser involveret. Det, vi så i Københavns Lufthavne, da den blev overtaget af en kapitalfond, var jo, at kunderne oplevede dårligere service, og det får kapitalfonden skylden for, selvom problemerne nok mere handlede om stigende krav til flysikkerhed.

Henrik Heideby: Jeg tror ikke, man kan sige, at vi er overeksponeret i kapitalfonde, blot fordi aktierne er faldet. Værdien af vores kapitalfondsinvesteringer vil jo falde tilsvarende – det er kun et spørgsmål om tid.

Mange er under pres, men det gælder jo ikke kun kapitalfondsejede selskaber – det gælder alle. Navnlige de store fonde er presset, fordi de har gearret deres investeringer mere end de mindre fonde. Der er paradigmeskiftet langt større, så det gælder om at styrke den operationelle drift. Heldigvis er der dog en betydelig spredning, hvor nogle er mere ramt end andre, og vi mener ikke, problemerne er påtrængende.

Hvad har vi lært af finanskrisen i relation til kapitalfonde, og hvordan kommer vi videre?

»Vi er overbevist om, at der samtidig også vil komme spændende opkøbsmuligheder de næste par år, der på sigt kan skabe gode afkastmuligheder.«

Christian Frigast
Managing partner, Axcel

Hvilke krav stiller investorerne til afkast fremover?

Men i de grelle tilfælde vil der være en armlægning mellem fonden og banken, hvor fonden vil blive afkrævet mere egenkapital, hvis banken skal nedskrive sit lån. Nogle fonde vil vælge at gå med, mens andre vil smide nøglerne, og så må banken jo overveje, om den vil køre det videre eller ej. Det kan godt gå hen og blive en hård proces.

Peter Schütze: I 2007 var vi mange, der bare måtte læne os tilbage og konstatere, at der ikke var nogen fornuftig pris på risiko, så vi satte os på bænken og betragtede det vilde ridt, der jo også førte til sammenbrud. Med bankpakkerne har vi fået tilført likviditet og kapital, men man kan jo ikke drive en holdbar forretningsmodel ved hjælp af statsstøtte. Så det gælder om at finde den rigtige forretningsmodel. Personligt er jeg dog ikke så bange for, at der mangler finansiering til kreditværdige virksomheder. Finanskrisen synes på retur, men det er klart, vi ikke er ude af recessionen endnu.

Hvad fondene angår, så er vi i Nordea tilfredse med den strategi, vi har valgt. Vores relation bygger på kontakten til targetselskabet, og vi har med enkelte undtagelser ikke deltaget i nogen af de komplicerede transaktioner, hvor lånefinansieringen har været helt uoverskuelig. Og nu er de aktører, der gik med på den galej, iøvrigt helt ude af markedet.

Søren Vestergaard Poulsen: Hvis vi skruer tiden 3-4 år tilbage, var der to finansieringsmarkeder, fondene kunne vælge imellem: det nordiske club deal-marked (hvor flere typisk nordiske banker gik sammen om finansiering af en nordisk akkvisition) og et separat syndikeringsmarked i London (primært for de større transaktioner). I perioden, hvor finansieringsmarkedet var overophedet, blev disse to markeder mikset sammen i en sådan grad, at lånedokumentationen blev særdeles kompleks, hvilket medførte uklare ansvarsfordelinger i banksyndikaterne. Da krisen så ramte virksomhederne med fuld styrke, og man skulle til at rede trådene ud, gik det op for banker og kapitalfonden, at man måske ikke havde de oprindelige partnere inde, men i stedet enheder, som ikke engang var banker. Det har i nogle situationer medført, at parterne har haft vidt forskellige interesser i forhandlingerne og efterfølgende har mistet tilliden til hinanden – til og med på det værst tænkelige tidspunkt, hvor finansieringsrisikoen er forøget for selskabet.

Men finanskrisen er en sund reaktion, for den afspejler en væsentlig korrektion af kapitalmarkedet, hvilket for kapitalfonde og kapitalfundsmodellen minder alle om, at det til syvende og sidst primært handler om at arbejde med den langsigtede udvikling af driften i vores virksomheder og ikke kortsigtet finansieringsoptimering.

Finanskrisen har lagt et låg over, hvor store transaktioner man kan lave, fordi nogle af de finansieringskilder, der var dengang, ikke længere er der. Jeg tror, vi vil vende tilbage til, at de fleste nordiske banker vil holde sig til de relativt mindre og mellemstore nordiske transaktioner, mens de større transaktioner igen primært vil blive håndteret af London-markedet, ganske som tidligere. Jeg fornemmer i øvrigt, at der ganske langsomt kommer gang i det marked igen.

Christian Frigast: Meget tyder på, at vi må beholde virksomhederne længere end oprindeligt planlagt på grund af finanskrisen. Vi er på vej ind i en periode, hvor det på den korte bane nok er mere attraktivt at købe end at sælge, og hvor det som fond også handler om at have tørt krudt i form af penge på kistebunden. Men vi er overbevist om, at der samtidig også vil komme spændende opkøbsmuligheder de næste par år, der på sigt kan skabe gode afkastmuligheder.

Henrik Heideby: Vi har investeret i et stort antal kapitalfonde og kan se, at 2008 giver dårlige afkast – mange af dem negative, fuldstændig som i resten af økonomien. Samtidig sker der det, at vi som investorer øger kravene til vores afkast i takt med den større risiko, så vi forlanger minimum 25% i afkast, hvis vi skal investere i en ny fond.

Konsekvensen for kapitalfondene er, at prisen på virksomheder også må ned, og det er den tilpasning, vi ser i øjeblikket, der i en periode fører til færre transaktioner.

Hvad skal der til for at få løst situationen på kreditmarkedet? Er der behov for nytænkning?

Men det betyder også, at vi er på vej ind i en periode, hvor der vil være muligheder for at købe virksomheder til en god pris. Derfor tror jeg også, at nye fonde kan gøre det godt, hvis de formår at købe de rigtige virksomheder. Mulighederne er klart til stede, for uanset hvad klarer dansk industri sig ret godt sammenlignet med andre lande.

Ole Steen Andersen: Det, mange ejerledere overser, når de vil sælge deres virksomhed, er, at selvom de får mindre for deres virksomhed end tidligere, så er prisen på andre investeringsgoder også faldet. Det kan jo i nogen grad dulme smerten, hvis man beslutter sig for at sælge på trods af, at priserne ikke er, hvad de har været.

Peter Schütze: Det interessante er selve fundingstrukturen, hvor vi kan se et fundinggab i Europas finansielle system. I øjeblikket arbejdes der hårdt på at skabe nye regelsæt via Basel II og forskellige EU-direktiver, og der er ingen tvivl om, at kravene strammes for at sikre den finansielle stabilitet, men strammer man for meget, sænker man jo også mulighederne for vækst. Derfor bliver det interessant at se, om der kommer alternativer til bankfinansieringen – med dens stramme krav til matchfunding – finansieringskilder, hvor investorerne går ind og laver deres egne gældsfonde.

Søren Vestergaard Poulsen: Jeg er helt enig. Der er brug for nye veje til kapital, for ud over bankernes tilbageholdenhed er CDO'erne – collateralized debt obligations – også forsvundet, og det betyder, at bankerne har sværere ved at sprede deres risiko, hvis de skal finansiere større handler. Kommer vi med en ny forretningsmulighed, er der stort set lukket af. Det vil trække krisen i langdrag, og derfor kommer der nu nye fonde frem, der tilbyder finansiering, og det gælder både på senior- og mezzanin-niveauet. Det kan være en del af løsningen på sigt.

Er det myndighederne eller markedet, der trækker krisen i langdrag?

Peter Schütze: Det var jo markedet, der kom ud af kontrol, og vi har et stort ansvar for selv at få tingene tilbage på sporet. Der er to diskussioner. Den ene er relateret til, om vi er i en kreditklemme. For kreditværdige virksomheder mener jeg, svaret er nej. Den anden er relateret til prisen på penge. Her har vi været for dårlige til at forklare, at godt nok har Nationalbanken sænket renten, og CIBOR er faldet – altså prisen på penge i en meget kort periode, typisk tre måneder. Men virksomhederne vil jo låne i længere perioder, og her er prisen steget – også i de tilfælde, hvor prisen aftales som et tillæg til 3 måneders CIBOR. Løbetiden er afgørende.

Så selvom vi har en historisk lav rente, så har vi været nødt til at hæve rentemarginalen, og det er der mange virksomheder, der ikke kan forstå, fordi de i en historisk lang periode har været vant til lave marginaler.

For lige at rette blikket mod de mange brud på covenants, vi ved der har været i den seneste tid, hvad er så konsekvensen af dem?

Peter Schütze: På min observationsliste står der enkelte meget store sager, hvor kaos har været total, nok primært fordi der har været alt for forskellige investorer med ombord, og hvor det bliver en armlægning mellem de forskellige parter om, hvem der skal tage de største nedskrivninger. Vi har siddet i forhandlinger med både hedgefonde og mezzanin-fonde omkring bordet, og det viser sig ofte at gøre tingene langt mere kompliceret end ved den traditionelle model med almindelig bankfinansiering. Nogle kapitalfonde udnytter situationen, men der kan jeg bare sige, at vi noterer os, hvilken adfærd der lægges for dagen. Man kan godt presse nedskrivninger af bankgæld igennem, men så er det ikke sikkert, vi deltager en anden gang.

Christian Frigast: Kapitalsfondsejede virksomheder vil i en række situationer komme i problemer ligesom andre virksomheder. Jeg er sikker på, at mange fonde har stresstestet deres virksomheders forventede indtjening og sammenholdt resultaterne med de respektive covenants-pakker.

Der har været sagt og skrevet meget om covenants-brud i pressen, men jeg synes, en del af debatten afspejler, at det er kompliceret stof. Covenants-brud er mange ting. De mere alvorlige brud – der, hvor der kan komme gult eller rødt lys – er, når virksomhedens indtjening (EBITDA) i forhold til den rentebærende gæld falder strukturelt

»Det er positivt, at vi har fået personskattelettelser, men det er ærgerligt, at regeringen ikke formåede at lave en bred skattereform, for så havde vi haft en rimelig sikkerhed for, at vi ikke får ændringer igen ved et regeringskifte.«

Peter Schütze
Bankdirektør, Nordea

Vi har i den seneste tid set nogle betydelige ændringer i de lovgivningsmæssige rammebetingelser, både på EU-niveau og senest regeringens skattereform – Forårspakke 2.0. Hvad er konsekvenserne af det?

under det aftalte niveau, eller når virksomheden ikke selv kan generere den nødvendige likviditet via driften. I nogle tilfælde kan det medføre, at man vurderer, at en virksomhed ikke længere er levedygtig, men det sker uhyre sjældent for kapitalfonde.

Uanset situationen sætter den kloge fond sig i god tid ned med sine bankforbindelser og finder en løsning, som virksomheden, fonden som investor og banken kan leve med. Man skal ikke kun styre sine virksomheder efter sine covenants, men efter, hvad der på sigt giver de stærkeste virksomheder.

For nogle år siden var det købers marked, når det drejede sig om kreditter, men i dag er vi tilbage til de mere klassiske dyder, hvor man indgår i et partnerskab med sin bank baseret på gensidig tillid – forhåbentligt også, når det er svært for virksomheden.

Ole Steen Andersen: Det her er jo nok også kernen i spørgsmålet om, hvorvidt kapitalfonde udgør en såkaldt systemisk risiko, som jo har været baggrunden for ønsket om regulering på EU-niveau. Vi har ganske vist set enkelte eksempler på, at fonde har smidt nøglerne, men i langt de fleste tilfælde finder man en løsning på problemerne, for det er i alles interesse.

Ud over den gode dialog, de fleste fonde har med deres bank, tror jeg også, man må sige, at kapitalfondsejede virksomheder har været gennem en så nøje selektion, at der sjældent vil være brådne kar. Man skal huske, at en fond i løbet af et år normalt ser på mindst 100 eller 200 virksomheder, før den køber én, og det giver en vis sikkerhed for, at det er kvalitet, man køber.

Mange børsnoterede selskaber har sværere ved at opnå finansiering end kapitalfondsejede virksomheder, fordi det er vanskeligere også at få skudt egenkapital ind, medmindre alle aktionærer bakker op. Så i virkeligheden kan børsnoterede selskaber udgøre en større systemisk risiko.

Henrik Heideby: Christian, fondene kan jo også have det problem, at banken er så presset, at den primært tænker på sig selv, og i den situation er dialog jo vanskelig. Det har vi faktisk set eksempler på i den senere tid. Derudover er jeg ikke i tvivl om, at en del fondsejede virksomheder må dreje nøglen om i løbet af de næste år, simpelthen fordi de ikke længere er rentable. Der vil ske en restrukturering ikke alene af virksomheder, men også af hele brancher, og i den situation bliver det interessant at se, om fondene lukker de urentable virksomheder i tide, eller om man holder hånden under dem, fordi man er bange for at tabe prestige.

Henrik Heideby: Der er mange uhensigtsmæssigheder i skattesystemet, så man må bare acceptere skatten som et basisvilkår. Jeg tror ikke, det er muligt at lave skattereformer, uden at nogen piver, og selvom vi også i PFA kan mærke nogle uheldige konsekvenser, tror jeg ikke, det gavner at klynke for meget – navnlig ikke nu, hvor pakken er vedtaget.

Hvad EU-reguleringen angår, kan man sige, at vi har haft en lang periode med deregulering siden 1980'erne, og så må man acceptere, at der kommer en reaktion på grund af de uhensigtsmæssigheder, der har været. Desværre må vi også konstatere, at meget regulering i vores sektor virker forkert, fordi de embedsmænd, der skal regulere os, altid vil være på bagkant i forhold til udviklingen. Derfor må vi fortsætte dialogen, så vi får ryddet ud i det værste.



»Der har været en serie af indgreb, og nu kan vi se, at indgrebet mod tynd kapitalisering fra 2007 har fået den meget uheldige konsekvens, at virksomheder, der er blevet tyndt kapitaliseret alene på grund af finanskrisen, nu skal betale langt mere i skat end tidligere.«

Ole Steen Andersen
Formand, DVCA

Peter Schütze: Det er positivt, at vi har fået personskattelettelser, men det er ærgerligt, at regeringen ikke formåede at lave en bred skattereform, for så havde vi haft en rimelig sikkerhed for, at vi ikke får ændringer igen ved et regeringsskifte. Men den risiko ligger nu latent og lur, og det skaber usikkerhed, som ikke gavner mulighederne for at tiltrække kapital.

Christian Frigast: Nu kan vi i denne rapport konstatere, at kapitalfondsejede virksomheder betaler over 40% af deres samlede overskud i skat, og at skatteprocenten var stigende fra 2007 til 2008. Det bryder vist med det stereotype billede, som offentligheden normalt har. Men vi har som industri ikke været gode nok til at sælge budskabet om, hvad fondene har gjort for at skabe konkurrencedygtige virksomheder, vækst og beskæftigelse, og at vi – som Ole påpeger – ikke udgør en systemisk risiko.

Vender vi os mod det nye EU-direktiv, må vi konstatere, at de europæiske kapitalfonde har været et år eller to for sent på den med at komme med egne initiativer til selvregulering i form af spilleregler for åbenhed og transparans. Derfor bliver vi nu revet med i en reguleringstsunami af den anden verden. Den kommende autorisationsordning for fonde, som Kommissionen foreslår, er måske ikke så slem på papiret, men den åbner en ladeport i forhold til regulering på den lange bane, fordi man nu har lagt en i øvrigt overflødig juridisk konstruktion ned over fondene. Det vil give administrativt bøvvl for fondene og dermed øge deres omkostninger.

Skattereformen var et skridt i den rigtige retning, men regningen for personskattelettelserne betales meget hårdt af investorene bag kapital- og venturefonde, da de typisk ejer under 10% af et selskab. Dermed bliver de betragtet som porteføljeaktier og så forsvinder skattefriheden efter tre år. De mange ændringer i skattelovgivningen, vi har set de senere år, hvoraf mange har været med tilbagevirkende kraft, gavner ikke Danmark som investeringsland.

Ole Steen Andersen: Der har været en serie af indgreb, og nu kan vi se, at indgrebet mod tynd kapitalisering fra 2007 har fået den meget uheldige konsekvens, at virksomheder, der er blevet tyndt kapitaliseret alene på grund af finanskrisen, nu skal betale langt mere i skat end tidligere. Det holder dem jo fast i en skruetvinge, og de bliver bestemt ikke hjulpet af Forårspakke 2.0.

Hvad EU-Kommissionen angår, har man lavet et samlet direktiv for de såkaldt alternative investeringer. Det er uheldigt, fordi problemstillingerne er så forskellige. Man kan ikke bare slå alle alternative investeringer og lave en fælles regulering. Man er nødt til at lave en separat regulering for hedgefonde, for kapitalfonde, for statsfonde osv., hvis det skal fungere i praksis.

Polaris Private Equity skaber stærk aktør inden for rengøring



Investerings tidspunkt
Polaris Private Equity
i marts 2009

Omsætning (proforma)
2008: 440 mio. kr.

EBITDA (proforma)
2008: 35 mio. kr.

Medarbejdere (proforma)
2008: 1.500

»Det er udfordrende at gennemføre en fusion, men der er ingen tvivl om, at sammenlægningen af de to virksomheder giver os nogle vigtige fordele. Dels er der væsentlige synergier mellem de to virksomheder, og derudover giver fusionen os flere kræfter til produktudvikling, der er en afgørende parameter i vores branche.«

Henrik Nordenlund
Adm. direktør, ALLIANCE+

I marts 2009 købte Polaris Private Equity rengøringsvirksomhederne Kølving & Thaning og alliance clean & care. Planen var at lægge de to virksomheder sammen under navnet ALLIANCE+ og dermed bidrage til at konsolidere branchen yderligere. Den nye virksomhed bliver med en omsætning på ca. 450 mio. kr. og ca. 1.500 medarbejdere Danmarks tredjestørste rengøringsvirksomhed.

I spidsen for det fusionerede selskab kommer Henrik Nordenlund, der siden januar 2008 har været adm. direktør for Kølving & Thaning. Han havde før det gennem otte år beklædt en række ledelsesposter i ISS.

»Polaris tilfører os en kapitalmæssig styrke, ledelsesmæssig sparring og knowhow, der er afgørende, når vi skal realisere vores planer for vækst og udvikling. Vi mærker allerede nu, at der er kommet mere energi, og kan også fornemme, at det ejermæssige fokus giver sig udslag i flere ideer og større fokus på rentabilitet og vækst,« siger Henrik Nordenlund.

»Det er udfordrende at gennemføre en fusion, men der er ingen tvivl om, at sammenlægningen af de to virksomheder giver os nogle vigtige fordele. Dels er der væsentlige synergier mellem de to virksomheder, og derudover giver fusionen os flere kræfter til produktudvikling, der er en afgørende parameter i vores branche. Her tæller brug af miljørigtige rengøringsmidler, ergonomiske arbejdsredskaber og tilrettelæggelse af arbejdet, så det i størst muligt omfang skåner vores medarbejdere.« siger Henrik Nordenlund.

»Vi lægger også stor vægt på et godt arbejdsmiljø og en positiv omgangstone, og det har givet resultater, for vi får mange uopfordrede ansøgninger og har derfor registreret en meget stor base af potentielle medarbejdere. Det er mennesker, der via mund til mund-metoden har hørt godt om vores arbejdsplads. Rekruttering er en af branchens store udfordringer, men her har vi været dygtige til at skaffe os et forspring.

Op imod 75% af vores medarbejdere er af anden etnisk herkomst end dansk, og det stiller særlige krav til vores ledelse, bl.a. at have mellemledere, der forstår at kommunikere med personalet. Eksempelvis hjælper vi med at få helt basale ting på plads hvad angår Dankort, skatteoplysninger og sygesikring. Her er der ikke meget hjælp fra det offentlige, men i og med at vi hjælper vores medarbejdere, opnår vi også en stor loyalitet fra deres side. Det giver os en fordel i form af mindre medarbejderomsætning,« vurderer Henrik Nordenlund.

»I første omgang handler det om at få fusionen tilendebragt. Det er i god gænge, men er en opgave, der aldrig skal undervurderes, for selvom vores to virksomheder har meget til fælles, så er der mange procedurer, der skal strømlines, og it-systemer, der skal samordnes. Når det er på plads, er det vores strategi at vokse her i Danmark og i nærliggende lande. Det vil vi dels gøre via organisk vækst, dels via opkøb. Der er jo mange mindre rengøringsvirksomheder, der skal generationsskiftes, og her kan vi tilbyde at overtage kontrakter og medarbejdere,« slutter Henrik Nordenlund.

Hos Polaris Private Equity er der store forventninger til den fusionerede rengøringsvirksomhed:

»Begge virksomheder er veldrevne og lønsomme med et godt omdømme blandt medarbejdere, leverandører og kunder, der tæller så fornemme navne som Novo Nordisk, Nykredit, Det Kongelige Teater, DONG Energy, Københavns Kommune og mange flere. Vi ser betydelige muligheder for at løfte den fusionerede virksomhed til det næste niveau med et fortsat stærkt fokus på medarbejdere, kundeloyalitet og



Henrik Nordenlund og Birger Kuntkes fra henholdsvis Kølving & Thaning og alliance clean & care, der sammen er blevet til Alliance+.

lønsomhed,« siger Henrik Bonnerup fra Polaris Private Equity, der har været den drivende kraft i fusionen mellem de to virksomheder.

Stifteren af alliance clean & care, Birger Kuntkes, vil fortsat have en aktiv rolle i ledelsen af virksomheden som direktør med ansvar for bl.a. salg og personale.

Kompetent bestyrelse på plads

Bestyrelsen for det fusionerede selskab bliver ligeledes besat med erfarne kræfter: Formand bliver Derrick Miller, der har 20 års erfaring fra ISS. Indtil 2006 var Derrick Miller CFO i Group4Falck og bidrager således med betydelig indsigt i drift af servicevirksomheder samt på det finansielle område. John S. Dueholm, Executive Vice President i SAS, er endvidere indtrådt i bestyrelsen. Dueholm var tidligere COO i ISS. Endvidere indgår Henrik Fabricius, der bl.a. har en baggrund som CEO i ISS Carepartner Nordic. Birger Kuntkes bliver også medlem af bestyrelsen. Fra Polaris Private Equity indtræder Henrik Bonnerup, partner og CFO, og Jan Dahlqvist, partner, i bestyrelsen.

Sælger af alliance clean & care er stifter Birger Kuntkes, og sælger af Kølving & Thaning er stifterne Jesper Thaning og Morten Nielsen samt en investor.



»Vi ser betydelige muligheder for at løfte den fusionerede virksomhed til det næste niveau med et fortsat stærkt fokus på medarbejdere, kunde-loyalitet og lønsomhed.«

Henrik Bonnerup
Polaris Private Equity

Fra forskningscenter til vækstvirksomhed



Investerings-tidspunkt
EQT i februar 2007

Omsætning
2008: 1,6 mia. kr.

EBITDA
2008: 386 mio. kr.

Antal medarbejdere
2008: ca. 1.000

»Dako har et stærkt værdigrundlag og et helt utroligt godt udviklingspotentiale, fordi Dakos varemærke altid har været at levere ypperlig kvalitet.«

Per Toelstang
CFO, Dako

Cancer er en meget alvorlig sygdom, som hvert år slår mellem 7 og 8 millioner mennesker ihjel verden over. Desværre er problemet voksende, og derfor er der behov for effektive værktøjer til diagnosticering, så det sikres, at man benytter den rette behandlingsmetode hurtigst muligt.

Dako, der blev grundlagt af den danske læge Niels Harboe i 1966, udvikler udstyr til diagnosticering af cancer og beskæftiger i dag ca. 1.000 medarbejdere, omsætter for over 1,6 mia. kr. og er anerkendt for sin førende markedsposition blandt patologilaboratorier over hele verden. Dako er repræsenteret i ca. 70 lande og har siden 2007 været ejet af kapitalfonden EQT. Sælgerne var Harboe-familien og Novo Nordisk.

Dako agerede i mange år i, hvad man kan kalde en uforstyrret og lønsom niche, men det har ændret sig, fordi navnlig de amerikanske konkurrenter nu er blevet langt mere kompetitive i deres markedstilgang. Det har gjort det nødvendigt for Dako at tilpasse sin strategi til de nye vilkår.

Dakos CFO Per Toelstang fortæller: »Der er en særlig ånd i familieejede virksomheder som Dako. Dako har et stærkt værdigrundlag og et helt utroligt godt udviklingspotentiale, fordi Dakos varemærke altid har været at levere ypperlig kvalitet. I dag handler det om at kombinere disse grundlæggende værdier med en større grad af salgsorientering. Vi må ikke forkaste vores udgangspunkt, men vi er nødt til at se mere på, hvad der gavner salget, for at kunne udvikle os i den rigtige retning. Dette har naturligt medført ændringer på mange ledelsesposter for at sikre det rette mix af erfarne og mere markedsorienterede medarbejdere.

På salgssiden har vi fortsat et stort potentiale. I nogle lande klarer vi os utroligt godt, mens vi i andre lande ikke følger den generelle vækst i markedet, som er på ca. 10%. Det agter vi at gøre noget ved, bl.a. ved at skifte nogle af vores distributører ud med egentlige salgsafdelinger.

Hos kunderne kan vi se store muligheder for at opnå en større andel af deres samlede indkøb. Vi skal være bedre til mersalg, for der er ingen grund til ikke at vælge produkter fra Dako, hvis vi først har fået foden inden for døren. Det er bl.a. baggrunden for vores workflow-strategi, hvor målet er at hjælpe kunden med at forbinde viden, instrumenter, reagenser og software for at kunne integrere processerne i anatomiske patologilaboratorier og den efterfølgende interaktion med hospitalernes informationssystemer. Man skal kunne se vores produkter som en samlet løsning frem for som enkeltprodukter. Dette vil endvidere være med til yderligere at forbedre kvaliteten af det arbejde, der udføres i patologilaboratorier.

Hvis værdien af den strategi er kommunikeret tilstrækkeligt klart, bliver salgsarbejdet også lettere, og derfor regner vi med at vokse hurtigere end markedet. Vores bedste bud lige nu er en vækst på 14% i 2009, hvilket er klart højere end tidligere,« siger Per Toelstang.

Dakos gæld har ved flere lejligheder været nævnt som en udfordring, da alene rentebetalingerne ligger på over 270 mio. kr. årligt, hvilket svarer til over 25% af bruttoreultatet.

»Det er klart et opmærksomhedspunkt for os, at vores rentebærende gæld er forholdsvis høj. Men vores rente er låst fast både hvad angår niveau og valutarisiko, og det giver os ro rent finansielt. Samtidig kan jeg sige, at vi med vores ejer EQT aldrig har været ude for, at der er blevet sagt nej til en forretningsmæssigt velbegrundet investering. Ledelsens opgave er at fremlægge en business case, og hvis den er overbevisende, så oplever vi ingen hindringer,« siger Per Toelstang.



For at sætte mere fokus på salgsarbejdet blev Lars Holmqvist udnævnt til adm. direktør og CEO efter Patrik Dahlén i januar 2009. Lars Holmqvist kommer fra en stilling som adm. direktør for Applied Biosystems International, hvor han har arbejdet siden 2004.

»Der er ingen tvivl om, at vi har mange udfordringer på salgsområdet, men derfor har vi også et enormt potentiale, som jeg føler mig ret overbevist om, at Lars Holmqvist er den rette til at udnytte,« slutter Per Toelstang.

Hos EQT er man glad for sin danske investering. »Vi synes, Dako er et meget spændende selskab, og med den positive udvikling, som Dako er inde i, er vi sikre på, at Dako vil komme til at levere en endnu stærkere vækst og højere rentabilitet inden for en overskuelig årrække. Vi er overbevist om, at Dako bliver en god investering for os,« siger Morten Hummelose, der er investeringsansvarlig for Dako hos EQT.



»Vores ejer EQT har aldrig sagt nej til en forretningsmæssigt velbegrundet investering.«

Per Toelstang
CFO, Dako

En global succes med danske rødder

PANDORA

Investerings tidspunkt
Axcel i marts 2008

Omsætning (proforma)
2008: 1,9 mia. kr.

EBITDA (proforma)
2008: 856 mio. kr.

Medarbejdere (proforma)
2008: ca. 1.800

»Kunderne værdsætter den årelange tradition for ægthed, kvalitet og tidløshed til rimelige penge, som har kendetegnet PANDORA, siden familien Enevoldsen etablerede virksomheden for snart 30 år siden.«

Mikkel Vendelin Olesen
Adm. direktør, PANDORA

I 1982 åbnede guldsmed Per Enevoldsen og hans daværende hustru Winnie den guldsmedeforretning i Rødovre, som skulle blive den beskedne start på PANDORA og det, der i dag vel nok må betegnes som en international succes. PANDORA designer, producerer, markedsfører og sælger håndforarbejdede smykker og er en ægte global virksomhed med hovedkontor i Rødovre, produktion i Thailand, datterselskaber i USA, Canada, Polen og England og salg til mere end 25 markeder rundt omkring i verden. Nordamerika er PANDORAs største marked.

Kerneproduktet, som blev lanceret i 2000, og som for alvor satte fart på PANDORAs udvikling, er et armbånd i sølv eller guld, hvortil der kan købes løse vedhæng/charms. Armbåndet er karakteriseret ved et unikt gevind, som sørger for, at de enkelte vedhæng/charms fordeles jævnt rundt på hele armbåndet. Kunden sætter selv de forskellige vedhæng/charms, som alle er forarbejdet i hånden med fine detaljer og mønstre, direkte på armbåndet. Sortimentet udvides løbende, og der er i dag ca. 500 forskellige charms, hvilket giver mulighed for utallige personlige kombinationer.

I forlængelse af succesen med charmsarmbåndet er konceptet udvidet til også at omfatte en serie øringer, som bygger på samme grundidé. Desuden omfatter PANDORAs sortiment et bredt udvalg af halskæder, fingerringe, osv. Alle PANDORAs smykker er, ligesom charms, i 14 eller 18 karat guld og sterling sølv, og mange af dem med påsatte brillanter eller ædelsten. Målet er opbygningen af PANDORA Universet, hvor alle produkter tager udgangspunkt i det oprindelige koncept for armbåndet og kan sammensættes efter kundens helt individuelle og personlige ønsker.

I 2008 købte Axcel 60% af PANDORA. De resterende 40% er fortsat ejet af stifterne og en række medarbejdere. Siden overtagelsen har Axcel sammen med ledelsen etableret en samlet koncernstruktur, der omfatter produktion i Thailand samt salgsaktiviteter i Norden og USA. Efterfølgende er produktionsfaciliteterne ekspanderet yderligere, og PANDORA er gået aktivt ind i en række nye markeder, både gennem eget set-up og via distributører, og organisationen er blevet styrket markant inden for marketing, butiksudvikling, indkøb og økonomi.

Således er der i dag 60 ansatte på PANDORAs hovedkontor i Rødovre, og på virksomhedens fabrikker i Bangkok er ca. 1.500 medarbejdere beskæftiget. Der er endvidere ca. 200 medarbejdere ansat i de amerikanske og canadiske datterselskaber, samt 40 i England og 10 i Polen.

»PANDORA er Danmarks bedst bevarede hemmelighed,« sagde Christian Frigast, managing partner hos Axcel, i forbindelse med investeringen i PANDORA i 2008 og roste bl.a. holdet bag PANDORA for deres særlige evne til at udnytte markedets muligheder. At PANDORAs eksekveringsevne ikke er blevet mindre siden, dokumenteres af virksomhedens seneste resultat, der viser en proformaomsætning¹ i 2008 på 1,9 mia. kr. og en indtjening (EBITDA) på 856 mio. kr., svarende til en vækst i omsætningen på 73% i forhold til det foregående år. Resultatet er PANDORAs hidtil bedste og har da også betydet, at virksomheden ikke er helt så hemmelig længere.

»Vi er rigtig godt tilfredse med årets resultat. Det ligger fint i tråd med PANDORAs hidtidige udvikling og understreger, at uanset hvilke tider vi befinder os i, så værdsætter kunderne den årelange tradition for ægthed, kvalitet og tidløshed til rimelige penge, som har kendetegnet PANDORA, siden familien Enevoldsen etablerede

1. Da etableringen af PANDORAs nuværende koncernstruktur fandt sted primo marts 2008, omfatter årsregnskabet alene tal fra ca. 10 måneders operationel drift – dvs. perioden fra 7. marts til 31. december 2008. Som supplement hertil er der i regnskabet vist proformatal for hele kalenderåret 2008 baseret på, at koncernstrukturen havde været gældende fra 1. januar 2008.



virksomheden for snart 30 år siden,« siger Mikkel Vendelin Olesen, adm. direktør i PANDORA, og fortsætter:

»Selvfølgelig kan vi også mærke den nuværende økonomiske afmatning hos nogle af vores kunder. Dette opvejes dog til fulde af den stærke udvikling, vi har haft på en række nyere markeder, f.eks. Tyskland, USA, Spanien, Portugal og Australien, hvor vi har oplevet – og fortsat oplever – en betydelig vækst i efterspørgslen. Der arbejdes fortsat for pæn vækst på de eksisterende markeder, hvortil kommer betydelig vækst fra yderligere bearbejdning af de nyere markeder samt etablering på en række potentielt meget store markeder, f.eks. Østeuropa og Asien. Vi arbejder således på at fortsætte PANDORAs vækst også i de kommende år.«

PANDORA etablerede i slutningen af 2008 egen organisation i England med ca. 40 medarbejdere, Israel og Frankrig blev entereret via distributører, og kort efter årsskiftet kom Polen til i et joint venture, hvorfra det østeuropæiske marked kan bearbejdes. For at kunne imødekomme væksten i efterspørgslen har PANDORA udvidet sin produktionskapacitet i Thailand med opførelsen af en ekstra fabrik i det forløbne år, en kapacitetsvækst, som ventes videreført i de kommende år.

Også på produktsiden har 2008 været et år med nye tiltag hos PANDORA. Blandt andet lancerede virksomheden en helt ny, samlet kollektion, LovePods, som bl.a. omfatter ringe, armbånd, halssmykker og øreringe i 18 karat guld. LovePods er baseret på klassiske danske designtraditioner, og den nye kollektion har allerede fået en meget positiv modtagelse hos PANDORAs kunder.

»Det er ret utroligt, hvad der er sket i løbet af de sidste otte år af PANDORAs historie. Resultatet er en særdeles succesrig virksomhed, både hvad angår indtjening og vækst, og hvor mere end 98% af omsætningen ligger uden for Danmark,« siger Christian Frigast. »Kombinationen af et stærkt brand og koncept, eksklusiv kvalitet, en høj grad af håndarbejde og en særdeles velfungerende forsyningskæde gør PANDORA helt unik, og vi kan allerede nu se, at virksomheden har det helt rigtige fundament i forhold til at udvikle PANDORA Universet og markedspositionen yderligere.«



»Kombinationen af et stærkt brand, eksklusiv kvalitet, en høj grad af håndarbejde og en særdeles velfungerende forsyningskæde gør PANDORAs koncept helt unikt.«

Christian Frigast
Managing partner, Axcel

Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne



Kapital under forvaltning: 88,5 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 1
Omsætning i nuværende virksomheder: 5,7 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): London (1945)
Ledende partner (i Danmark): Steffen Thomsen
Web: www.3i.com



Kapital under forvaltning: 13,4 mia. kr. (Altor 2003, Altor Fund II)
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 0
Omsætning i nuværende virksomheder: 34,1 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (2003)
Ledende partner (i Danmark): Denis Viet-Jacobsen
Web: www.altor.com



Kapital under forvaltning: 6,6 mia. kr. (Axcel I, Axcel II, Axcel III)
Investeringer i Danmark: 17
Afhændede virksomheder: 18
Omsætning i nuværende virksomheder: 12,5 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (1994)
Ledende partner: Christian Frigast
Web: www.axcel.dk



Kapital under forvaltning: 750 mio. kr.
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 0
Omsætning i nuværende virksomheder: 1,7 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (2006)
Ledende partner: Erik Balleby Jensen
Web: www.capidea.dk



Kapital under forvaltning: 25,6 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 4
Afhændede virksomheder: 11
Omsætning i nuværende virksomheder: 1,9 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Helsingfors (1989)
Ledende partner (i Danmark): Torben von Lowzow
Web: www.capman.com



Kapital under forvaltning: 256 mia. kr.
Investeringer i Danmark: 1
Afhændede virksomheder: 4
Omsætning i nuværende virksomheder: 3 mia. kr.
Hjemmehørende (stiftet): Luxemburg (1981)
Ledende partner (i Danmark): Søren Vestergaard Poulsen
Web: www.cvc.com



Kapital under forvaltning: 600 mio. kr.
Investeringer i Danmark: 3
Afhændede virksomheder: 1
Omsætning i nuværende virksomheder: 964 mio. kr.
Hjemmehørende (stiftet): København (2003)
Ledende partner: Thomas Dywremose
Web: www.daniacapital.dk

 **DANSK KAPITALANLÆG**

Kapital under forvaltning: 900 mio. kr.
 Investeringer i Danmark: 11
 Afhændede virksomheder: 10
 Omsætning i nuværende virksomheder: 1,9 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (1984)
 Ledende partner: Steen Lønberg Jørgensen
 Web: www.dankap.dk

 **DELTAQ**

Kapital under forvaltning: 325 mio. kr.
 Investeringer i Danmark: 3
 Afhændede virksomheder: 0
 Omsætning i nuværende virksomheder: 350 mio. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Hørsholm (2007)
 Ledende partner: Jesper Lacoppidan
 Web: www.deltaq.dk

 **EQT**

Kapital under forvaltning: 97 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 6
 Afhændede virksomheder: 5
 Omsætning i nuværende virksomheder: 78,4 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (1994)
 Ledende partner (i Danmark): Peter Korsholm
 Web: www.eqt.dk

 **Investment Partners**

Kapital under forvaltning: 42 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 2
 Afhændede virksomheder: 3
 Omsætning i nuværende virksomheder: 8,5 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): London og Stockholm (1989)
 Ledende partner (i Danmark): Mads Ryum Larsen og Trygve Grindheim
 Web: www.ikinvest.com

 **LD EQUITY**

Kapital under forvaltning: 7,5 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 19 (LD2 + LD3)
 Afhændede virksomheder: 2
 Omsætning i nuværende virksomheder: 4,9 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (2005)
 Ledende partner: Lars Tønnesen
 Web: www.ld-invest.dk

 **NORDIC CAPITAL**

Kapital under forvaltning: 57 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 4
 Afhændede virksomheder: 2
 Omsætning i nuværende virksomheder: 33,9 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Stockholm (1989)
 Ledende partner (i Danmark): Lars Terney
 Web: www.nordicapital.com

 **ODIN EQUITY PARTNERS**

Kapital under forvaltning: 2,6 mia. kr.
 Investeringer i Danmark: 8
 Afhændede virksomheder: 0
 Omsætning i nuværende virksomheder: 4,6 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): Fredensborg (2005)
 Ledende partner: Esben Bay Jørgensen, Jesper Wadum Nielsen og Bernd Petersen
 Web: www.odinequity.dk

 **POLARIS**

Kapital under forvaltning: 4 mia. kr. (Fond II og Fond III)
 Investeringer i Danmark: 6
 Afhændede virksomheder: 8
 Omsætning i nuværende virksomheder: 5,5 mia. kr.
 Hjemmehørende (stiftet): København (1998)
 Ledende partner: Jan Johan Kühl
 Web: www.polarisequity.dk



DVCA
Børsen
Slotsholmsgade
1217 København K

www.dvca.dk