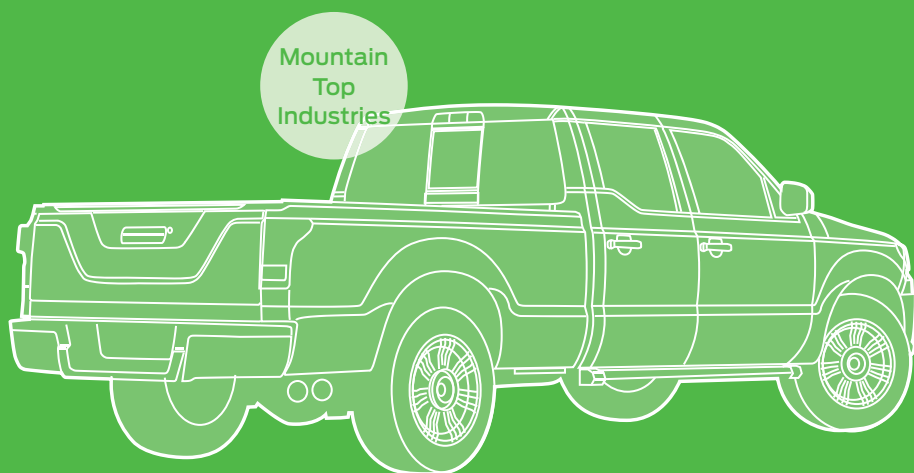


Kapitalfonde i 2017/18

Årsskrift om god selskabsledelse
i kapitalfonde

dvca

Danish Venture Capital and Private Equity Association



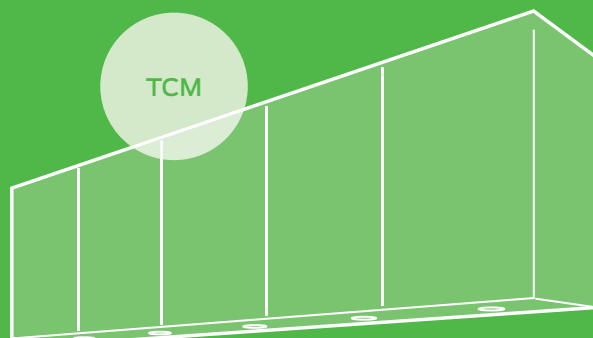
Mountain
Top
Industries

Tema om
10-årsjubilæum for
DVCA's retningslinjer

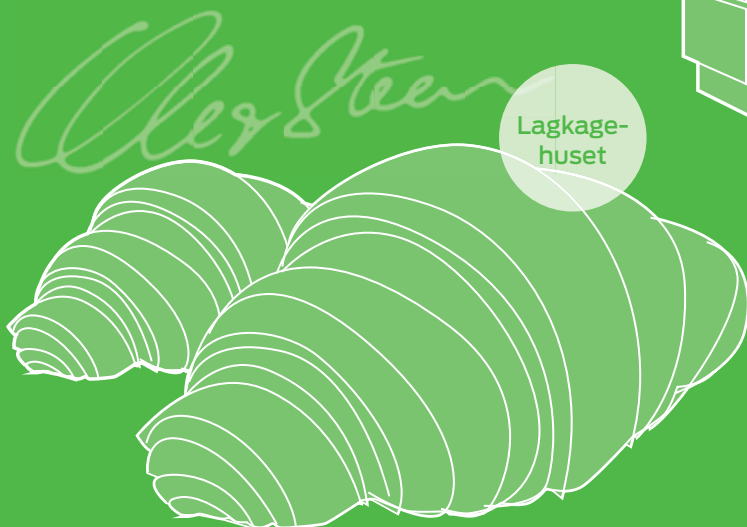
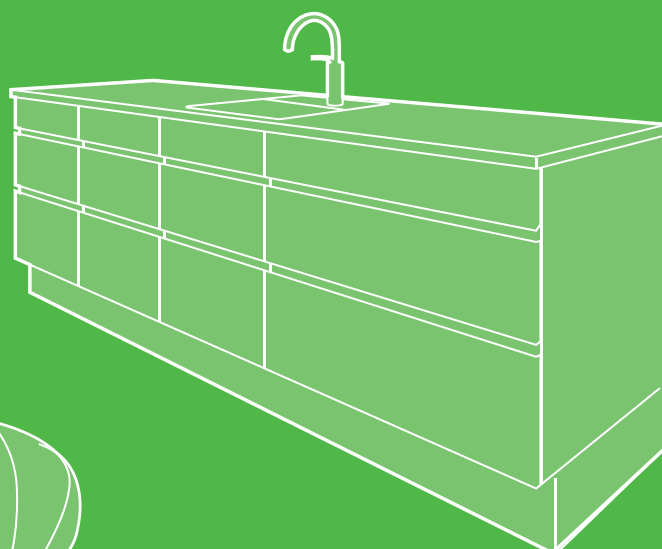
Ansvarlige
investeringer
Family offices



Muuto



TCM



Lagkage-
huset

Indhold

Begivenheder i 2017	3
Forord: Kapitalfondsmarked i hopla efter 10 år med retningslinjer	4
Aktiviteter i kapitalfonde i 2017	6
Kapitalfonde og skatteprovenu	10
Opkøb og exits i 2017/18	11
Tema 1 Kristian Jensen: Kapitalfonde bidrager til samfundsudviklingen	12
Tema 2 Lizette Risgaard: Kapitalfonde skal skabe langsigtet værdi	14
Tema 3 Ny skattepolitik fra ATP handler om investeringsrisici	16
Tema 4 Kapitalfonde kan bygge bro mellem offentligt og privat ejerskab	18
Tema 5 Kom tæt på medlemmerne	
VIA equity	20
Altor	21
Capidea	22
Maj Invest Equity	23
Tema 6 Værdiskabelse i porteføljevirkomheder	
Nordic Capital i partnerskab med Lagekagehuset	24
Tema 7 Family offices vinder frem	26
DVCA's retningslinjer – Rapport fra komiteen for god selskabsledelse i kapitalfonde	28
Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne	31

Redaktion: Joachim Sperling, Gorm Boe Pedersen og Ruben Kidde

Tilknyttede skribenter: Paul Svinth Jensen og Jonas Bang, Kreab

Dataindsamling og bearbejdning: Bill Haudal, Mette Høj Bredal og Frederikke Marie Norborg Olsen, Deloitte

Design og illustrationer: Klaus Wilhardt

Foto: Claus Stener Nielsen m.fl.

Korrektur: Borella projects

Tryk: Rosendahls

Begivenheder i 2017

MARTS

Nordic Fundraising Summit

DVCA afholder Nordic Fundraising Summit for niende gang. Over to dage afholdes en lang række møder mellem fonde og investorer, som kan lægge fundamentet for nye investeringer i danske virksomheder. Investorer med sammenlagt 1.250 mia. kr. til investeringer deltager.

APRIL

Iværksætterpanel

Regeringen nedsætter et iværksætterpanel, som skal belyse, hvilke udfordringer og barrierer iværksættere står over for, og stille konkrete forslag til bedre rammevilkår. Målsætningen er, at Danmark skal være blandt de bedste iværksætterlande i Europa.

JUNI

Nordic Private Equity Summit

DVCA afholder sin tredje udgave af Nordic Private Equity Summit i København med over 300 deltagere. Blandt keynote-speakerne er den tidligere danske statsminister og NATO-generalsekretær Anders Fogh Rasmussen.

Årsskrift

DVCA's årsskrift viser, at kapitalfondsejede virksomheder i 2016 havde en organisk vækst på 7,9% sammenlignet med en omsætningsvækst på 4,0% i den private sektor. Fondene klarer sig generelt bedre end den private sektor, når man måler på alt fra indtjening til medarbejdertilfredshed.

SEPTEMBER

Jannick Nytoft skifter job

Efter ni år i DVCA meddeler Jannick Nytoft, at han fra 1. december skifter stillingen som adm. direktør i DVCA ud med jobbet som adm. direktør i Ejendomsforeningen Danmark.

NOVEMBER

Topmøde

DVCA afholder sit årlige topmøde på Hotel Hesselet i Nyborg. Årets kapitalfond bliver EQT på baggrund af dens salg af Færch Plast. Jannick Nytoft modtager den særlige DVCA-pris for sin mangeårige indsats for branchen.

Erhvervs- og iværksætterpakke

Regeringen, DF og Radikale Venstre indgår aftale om en ny erhvervs- og iværksætterpakke. Aftalen indeholder klare DVCA-aftryk, eksempelvis et investorfradrag for iværksætteri, bedre vilkår for aktieløn og en aktiesparekonto. Forslagene stammer oprindeligt fra DVCA, men der er plads til forbedringer i de kommende år.

DECEMBER

Henriette Kinnunen ny adm. direktør

Henriette Kinnunen tiltræder som ny adm. direktør for DVCA. Hun har en baggrund fra både advokatbranchen og det offentlige. Derudover har hun været chefjurist i Tænketanken CEPOS, lederskribent på Dagbladet Børsen og drevet egen virksomhed.

Kapitalfondsmarked i hopla efter 10 år med retningslinjer

10 år er gået, siden DVCA første gang udkom med sine retningslinjer for god selskabsledelse i kapitalfonde. Det var første skridt i en ambitiøs åbenhedsproces, som fortsætter ufortrødent. Kapitalfonde spiller en stadigt større rolle i erhvervslivet, og de udvikler de produktive virksomheder, som Danmark skal leve af fremover.

Virksomhedshandler fortsætter derudad

Danske virksomheder suger investeringer til sig fra danske og internationale kapitalfonde. Kombinationen af økonomisk vækst og historisk lave renter har øget appetitten på virksomhedshandler generelt, og kapitalfondene oprettholdt således i 2017 det samme høje aktivitetsniveau, som vi så året forinden.

Fondene spiller en mere og mere afgørende rolle i dansk erhvervsliv, ikke mindst på børsmarkedet, hvor store internationale kapitalfonde siden sidste år har afnoteret TDC og Nets, og hvor nordiske fonde samtidig har børsnoteret køkkenproducenten TCM Group og for nylig IT-virksomheden Netcompany, der i fjor kunne fejre, at den rundede 1.000 ansatte. Det er første gang i 20 år, at det er lykkedes en nystartet virksomhed i Danmark at nå dertil.

Det varme marked for kapitalfondshandler fortsætter formentlig også i det kommende år, hvor den underliggende vækst i økonomien ser ud til at fastholdes. Det betyder igen i år, at fondene har fokus på, at priserne på virksomheder ikke må stikke af.

Udsigt til fortsat vækst – men i rørt vand

Danmarks BNP-vækst var på 2,1% i 2017. Det er solid vækst, men så heller ikke mere, i betragtning af at væksten rider på ryggen af en massiv fremgang i arbejdsstyrken, som vil kræve politisk handling i form af arbejdsmarkedsreformer for at kunne fortsætte. Den vilje ses ikke at være til stede blandt de politiske partier, som for alvor har rettet sigtekornet mod et kommende folketingsvalg.

Uanset regeringskonstellation bør det være en bunden opgave at sikre dansk erhvervsliv adgang til såvel risikovillig kapital som kvalificeret arbejdskraft. Dansk økonomi lider således af samme sygdom som mange andre vestlige lande, nemlig at produktivitetstilvæksten udvikler sig historisk langsomt og langsommere end i de lande, vi normalt sammenligner os med. Det er et problem, som kræver politisk handling.

BNP-væksten i EU-28 var 2,5% i 2017, og udsigterne ligger på samme niveau i 2018, dog med det forbehold, at der kommer flere risikofaktorer i spil. Dels er den politiske ud-

vikling og høje gældsætning i Italien, Europas fjerdestørste økonomi, bekymrende. Dels risikerer den potentielle handelskrig mellem USA og Kina, evt. også Europa, at lægge en dæmper på den globale vækst, som ellers forventes at ligge et stykke under 4% i 2018, omtrent på samme niveau som året før.

Investorenes retssikkerhed er afgørende

En af de udfordringer, vi kæmper med, er, at udenlandske investorer går uden om Danmark, hvormed danske virksomheder går glip af den kapital, som er så afgørende for deres vækst. I den henseende er det alfa og omega med en stabil og forudsigelig skatteregulering, og at udenlandske investorer skal kunne turde investere i Danmark uden frygt for lovgivning med tilbagevirkende kraft.

Større retssikkerhed vil direkte kunne omsættes til flere investeringer, flere vækstvirksomheder, flere job og højere produktivitet i dansk erhvervsliv.

En anden barriere er, at de danske rammevilkår halter langt efter bl.a. vores nordiske nabolandes, som således har lettere ved at tiltrække sig udenlandsk kapital. Det er en

DVCA er en forening, der rummer hele økosystemet af aktive investorer: fra business angels til venturefonde og kapitalfonde.

”



Christian Frigast, Henriette Kinnunen og Ole Steen Andersen

skam, da man ved at fjerne den sidste rest af iværksætter-skatten på udbytter og nedsætte kapitalbeskatningen til samme niveau som i de øvrige nordiske lande vil kunne gøre Danmark til et konkurrencedygtigt land at investere i.

Kapitalfondenes åbenhedsproces fortsætter

Da DVCA for 10 år siden udkom med sin første årsrapport og etiske retningslinjer for branchen, var det første skridt i en ambitiøs åbenhedsproces, som aldrig stopper. Og heldigvis for det. Igennem nu 10 år har DVCA således kunnet dokumentere, at kapitalfonde formår at skabe højere vækst i omsætning, indtjening, beskæftigelse, organisk vækst, etc. sammenlignet med den øvrige private sektor.

Samtidig er efterlevelsen af branchens etiske retningslinjer blevet fastholdt på et højt niveau. Men vi stopper ikke her. For som LO's formand, Lizette Risgaard, udtaler i rapporten: "DVCA's retningslinjer og årlige rapporter har været med til at skabe større åbenhed. Det er godt. Men der er stadig plads til forbedring." Det lytter vi til, og vi fortsætter derfor vores gode dialog med omverdenen for også i fremtiden at være på forkant med de krav, der stilles til aktive ejere internationalt og i Danmark. For DVCA er transparens således en mærkesag.

DVCA er en forening, der rummer hele økosystemet af aktive investorer: fra business angels til venturefonde og kapitalfonde. Det mener vi skal afspejle sig i vores års-

rapport, som fra næste år vil omhandle hele den mangfoldige fødekæde af aktive investorer, som med risikovillig kapital og "hånden på kogepladen" er med til at skabe de stærke, nytænkende og produktive virksomheder, som Danmark har brug for i en globaliseret verden.

Vi håber, at du vil nyde dette 10-årsjubilæumsskrift, der foruden de vigtigste nøgletal for branchen har fokus på ansvarlige investeringer, fondes opskrift på værdiskabelse, trenden med flere family offices og meget, meget mere.

God læselyst.

Ole Steen Andersen, formand, DVCA
Christian Frigast, næstformand, DVCA
Henriette Kinnunen, adm. direktør, DVCA

Et godt år med mange handler

2017 blev endnu et år med et stort antal virksomhedshandler, hvor både købere og sælgere kunne være tilfredse. Sælgerne er for alvor kommet ud af busken, og stort set alle fonde har haft et højt aktivitetsniveau.

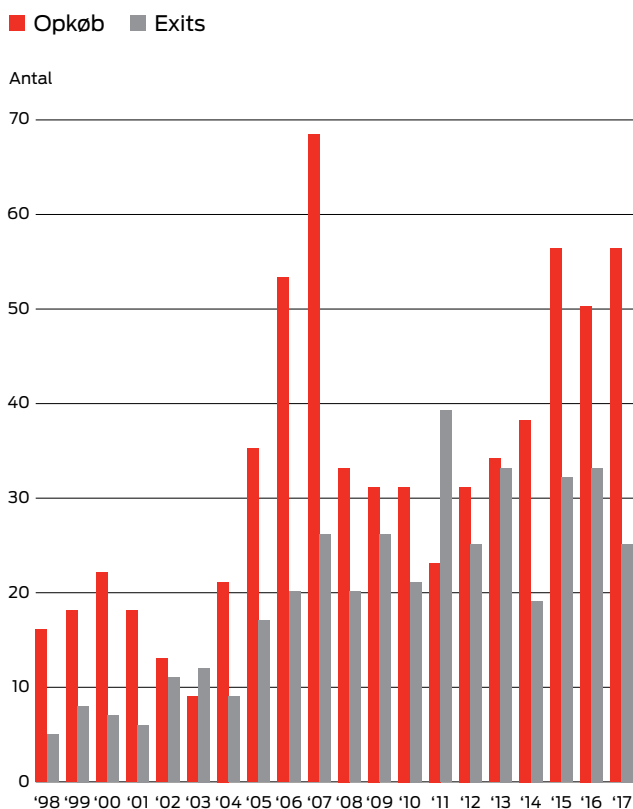
Kombinationen af lave renter, stigende aktiekurser og stærke relative og absolutte afkast har også i det forløbne år medført betydelige kapitalindstrømninger til alternative investeringer, herunder kapitalfonde. I 2017 blev der således rejst 8,5 mia. kr., hvilket er historisk højt og understreger, at kapitalfonde spiller en afgørende rolle i forhold til formidling af egenkapital i Danmark.

Branchen har globalt haft gavn af stærk rygvind, hvilket afspejler sig i, at investorerne har øget deres allokering til kapitalfonde. Set over de seneste fem år er der ifølge Bain årligt blevet rejst ca. 4.000 mia. kr. i gennemsnit globalt. Baggrunden herfor er, at kapitalfonde systematisk skaber attraktive, risikostyret afkast på tværs af økonomiske konjunkturcykler. Men det er en meget stor tilgang, som i sig selv kan bidrage til højere priser på virksomheder på grund af øget konkurrence mellem fondene. Medvirkende til højere priser er også, at virksomheder fortsat er meget

aktive på M&A-markedet, og at de i høj grad er i stand til selv at finansiere virksomhedshandler via deres cash flow.

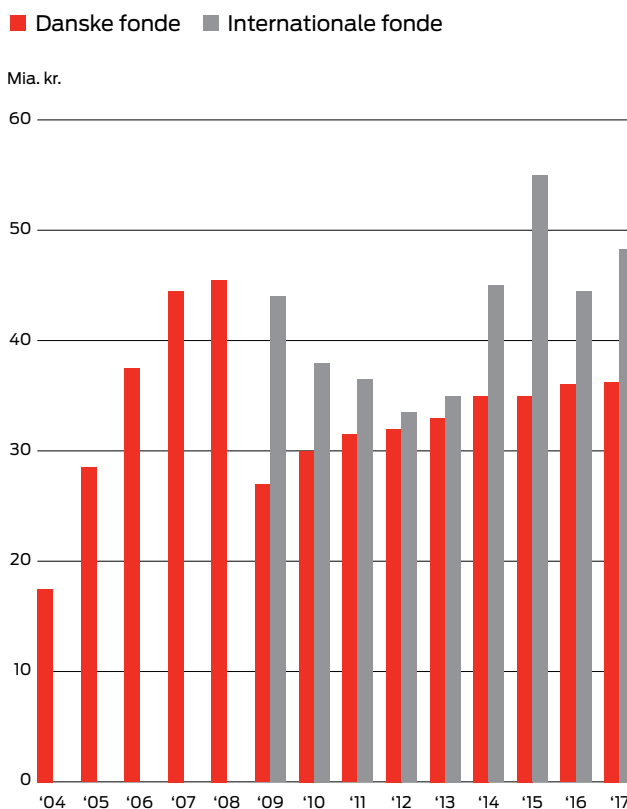
På trods af et gunstigt fundraising-marked bruges der stadig flere ressourcer på due diligence fra investorernes side, når de skal udvælge, hvilke fonde de skal investere i. Det skyldes dels øget regulering af institutionelle investorer, dels at investorerne i stadig højere grad ønsker at undersøge, hvad der kendetegner gode og mindre gode fonde. Her lægges der ikke kun vægt på tidligere afkast på fonds-niveau, men også på dokumentation for, hvordan operationelle forbedringer er gennemført på selskabsniveau. Det er også afgørende, at fondene kan fremvise en porteføljestrategi, der kan modvirke for store udsving over konjunkturcykler, og at man har en konsistent position i sine investeringer, hvad angår investeringsstørrelse, geografi og sektorfokus.

FIGUR 1. ANTAL OPKØB OG EXITS FORETAGET AF KAPITALFONDE I DANMARK 1998-2017



Note: Baseret på tal fra DVCA. I opgørelsen medtages samtlige opkøb og exits foretaget af kapitalfonde på det danske marked, dvs. også fonde, som ikke er omfattet af DVCA's retningslinjer. En liste over opkøb og exits foretaget af DVCA's medlemmer findes på side 11.

FIGUR 2. TILSAGT KAPITAL TIL KAPITALFONDE I DANMARK 2004-2017



Note: I 2009 ændrede DVCA sin metode til opgørelse af den udenlandske tilsagte kapital. Frem for at angive skøn over, hvor meget udenlandske fonde kunne tænkes at investere i Danmark, har vi målt den investerede kapital ud fra fondenes angivelser til Deloitte.

Der ses dog også en tendens til, at institutionelle investorer trimmer deres portefølje, hvilket resulterer i, at kapitalen koncentrerer sig på færre fonde, der således vokser i størrelse. Det er også en tendens, vi ser i Norden, hvor bl.a. EQT og Nordic Capital har været i stand til at rejse endog meget store fonde på henholdsvis 10,3 mia. og 4,3 mia. euro.

Udviklingen med flere større fonde kan måske føre til et lidt større marked, men fondene må fortsat arbejde disciplineret med at finde de rette investeringer. Markedet er således præget af høje multipler, hård konkurrence og usikre makroøkonomiske udsigter som følge af ustabile økonomier i Sydeuropa, tendenser til øget protektionisme og en pengepolitik præget af uklare signaler, der gør det svært at forudsige renteutviklingen på mellemlangt sigt. Det komplicerer i nogen grad værdiansættelsen af virksomheder og tvinger fondene til at være yderst selektive. Vi ser derfor en tendens til, at processer standses på målstregen, men det er omvendt også et tegn på, at fondene godt ved, at træerne ikke vokser ind i himlen.

Succesrige fonde gør en stor indsats for at tiltrække og fastholde de bedste talenter ved at tilbyde interessante og udfordrende udviklingsforløb. Der ses yderligere en tendens til, at disse fonde specialiserer sig i nye teknologiplatforme og tiltrækker særlige kompetencer, der kan opsøge og udvikle nye investeringsmuligheder inden for områder, der kræver særlig indsigt. Det ses bl.a. i, at de mest værdifulde selskaber i verden er platformsvirksomheder som Amazon og Google, der sætter et stort præg på udviklingen inden for forskellige produktkategorier og på tværs af geografiske områder. Der har således rejst sig en erkendelse af, at betydningen af nye teknologiplatforme vil blive det dominerende tema i mange virksomhedskøb, og her har de største fonde udviklet deres organisationer til selv at kunne håndtere disse overvejelser, mens mindre fonde i stigende grad anvender konsulentbistand.

Det er positivt, at der nu er flere muligheder for at investere i teknologisk førende virksomheder, men det kan samtidig også være en udfordring, da konkurrencen fra de store tech-giganter kan være en hård nød at knække for mange virksomheder – næsten uanset hvilken teknologiplatform de har.

Opkøb og frasalg i 2017

Også i 2017 var der et historisk højt aktivitetsniveau med 56 opkøb og 25 exits, hvor kapitalfonde var involveret, men en lang række af disse transaktioner er ikke medtaget i rapporten – i de fleste tilfælde, fordi der har været tale om mindre transaktioner.

Der blev således opkøbt 16 virksomheder og foretaget 11 frasalg, som er medtaget i rapporten. Ser vi nærmere på de 16 opkøb, skal fremhæves Advents køb af Færch Plast, EQT's køb af Global Connect og Fertin Pharma, CataCaps køb af LanguageWire og Axcel's køb af Nissens og Mountain Top Industries. Den samlede købspris for de 16 selskaber var på ca. 17 mia. kr. I løbet af 2018 er der foretaget yderligere seks opkøb – Budweg Caliper, Continia, GUBI, Menu, REKOM og Søgemedier – hvilket vidner om et fortsat højt aktivitetsniveau.

Blandt frasalgene i 2017 skal fremhæves Polaris' salg af Avanti til Alimak Group, Maj Invest Equity's salg af Muuto til Knoll og FSN's salg af Lagkagehuset til Nordic Capital.

Fremhæves skal også IK Investment Partners' børsnotering af køkkenvirksomheden TCM og FSN's nylige børsnotering af Netcompany.

Sammenlignes det danske marked med det svenske, viser det sig, at der i 2017 blev gennemført i alt 33 transaktioner i Sverige ifølge den svenske brancheforening SVCA til en equity-værdi på knap 13 mia. danske kroner. På trods af at den svenske økonomi er større end den danske, og at flere kapitalfonde opererer i Sverige end i Danmark, blev der samlet set indskudt betydeligt mere egenkapital i Danmark – 16,6 mia. kr. – hvilket betyder, at det danske marked volumenmæssigt er markant større end det svenske i 2017.

Stor interesse for kapitalfonde blandt investorer

Det gunstige transaktionsmiljø har som nævnt gjort det muligt at rejse endog meget store fonde, og det viser, at der fortsat er stor appetit på private equity som aktivklasse. Globalt set viser Preqins årlige Investor Outlook for 2018, at mere end halvdelen af investorerne vil øge deres allokering mod private equity, og at der generelt er meget stor tilfredshed med den måde, investeringerne udvikler sig på. Dog er investorerne i stigende grad usikre på værdiansættelsen af virksomhederne, hvilket givetvis skyldes, at aktivpriserne generelt er steget meget, bl.a. som følge af den fortsat ekspansive pengepolitik. Der bliver ført meget store afkast tilbage til investorerne, og disse tilbageføres i stort omfang til fondene i form af nye investeringstilsagn. Det betyder, at der globalt set nu ligger ca. 1.000 mia. dollar i såkaldt tørt krudt, hvoraf langt hovedparten ligger i fonde rejst fra 2015 og frem.

I Danmark blev 2017 et godt år, hvad fundraising angår, og omfatter tilgang i de danske fonde på ca. 7 mia. kr. Axcel fik rejst sin femte fond, der blev på 4,6 mia. kr.* Maj Invest Equity rejste en fond på 2,1 mia. kr. CataCap rejste en fond på 1,2 mia. kr. og Capidea en fond på 750 mio. kr. Medregnes Erhvervsinvest, der ikke er medlem af DVCA, blev der samlet set rejst 8,5 mia. kr., hvilket er det højeste beløb, der endnu er rejst et enkelt år blandt danske fonde. Fondenes størrelse varierer dog betydeligt. Danske fonde er i størrelsesordenen fra ca. 750 mio. kr. og op til 4,6 mia. kr.

Man skal dog være opmærksom på, at niveauet for fundraising varierer meget fra år til år, da fondene ikke er lige store og normalt kun rejser en ny fond hvert femte år. Set over en længere periode ligger den gennemsnitlige fundraising blandt danske kapitalfonde på 2,5-3 mia. kr. om året.

Præstationer i de kapitalfondsejede selskaber

Omsætningen i de kapitalfondsejede selskaber blev i 2017 på 74 mia. kr., hvilket er samme niveau som året før. Enkelte virksomheder har tabt omsætning i løbet af året, hvilket bl.a. gælder inden for butiksområdet, mens andre har haft en fornuftig udvikling. Der har været en organisk vækst (dvs. væksten i omsætningen korrigeret for tilkøb og frasalg) i de kapitalfondsejede selskaber på 6% i 2017, der dog mod sædvanen ligger lidt under væksten i de børsnoterede midcap-selskaber, men dog klart over væksten i den private sektor set under ét.

Mens beskæftigelsen i kapitalfondsejede selskaber samlet set ligger på 43.000, er den lokalt i Danmark på godt 22.000 personer, hvilket svarer til knap 1,6% af beskæftigelsen i den private sektor. Virksomhederne har set under ét ligget fladt, hvad angår udviklingen i beskæftigelse.

* Axcel rejste fonden i 2017 og havde formelt final closing i foråret 2018.

TABEL 1. NETTOOMSÆTNING I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

Mia. kr.	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	74	74	70	63	60
Heraf i DK	29	26	32	30	27
Organisk vækst	4	5,5	6,0	8,2	7,7
Organisk vækst i %	6,0%	7,9%	9,6%	13,7%	3,1%
Omsætningsvækst i midcap-selskaber	7,4%	0%	4,9%	3,2%	-1,3%
Omsætningsvækst i den private sektor	5,5%	4%	2,2%	1,2%	0,3%

Note: Der indgår i alt 50 virksomheder i undersøgelsen.

Omsætningstal kan kun sammenlignes ét år tilbage, da der løbende købes og sælges virksomheder. For at kunne beregne væksten er omsætningstallene beregnet med udgangspunkt i de samme virksomheder, således at nye og frasolgte virksomheder ikke tæller med.

TABEL 2. INDTJENING I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

	2017	2016	2015	2014	2013
EBIT i mia. kr.	5,5	7,5	7,8	4,4	5,9
EBIT-margin	7,3%	10,2%	11,1%	7%	10%
EBIT-margin i midcap-selskaber	8,9%	8,7%	8,4%	7,3%	6,8%

Note: EBIT-marginen er beregnet på baggrund af udviklingen i de selskaber, som både har indrapporteret regnskabsoplysninger for indeværende og forrige regnskabsår.

TABEL 3. SAMLET KØBSPRIS FOR KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

Mia. kr.	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Købspris	16,6	20,2	36,5	32,0	8,7	10,9	2,0	2,5	4,1	5,2	15,0

Udviklingen i den gennemsnitlige EBIT-margin lå på 7,3%, og dermed klarer kapitalfondsejede selskaber sig næsten på niveau med de børsnoterede midcap-selskaber, der i år har haft en lidt højere indtjening på 8,9%. Over et femårigt sigte klarer fondenes selskaber sig dog bedst, med en stigning i EBIT-marginen på 9,1% i snit sammenlignet med 8,0% i midcap-selskaberne.

Skattebetalinger i kapitalfondsejede selskaber

I 2016 betalte kapitalfondsejede selskaber ca. 500 mio. kr. i skat, svarende til en skatteprocent på 16. Kapitalfondsejede selskabers skattebetalinger kan imidlertid variere, således at skatteprocenten i nogle år ligger klart over den generelle sats på 22, mens den i andre år – og altså også i 2017 – ligger under.

Faldende egenkapitalandel

Når en kapitalfond investerer i en virksomhed, er det normalt, at en del af købesummen lånefinansieres. I 2017 blev gennemsnitligt 40% af den samlede købspris afregnet

med egenkapital i kapitalfondstransaktioner, hvilket ligger lidt under sidste år.

Afkast i kapitalfondsejede selskaber

Afkastanalysen i Tabel 7 er foretaget af ATP-PEP på baggrund af rapportering fra de enkelte kapitalfonde (DVCA-medlemmer), som er blevet bedt om at levere afkastdata (cash flow) for alle de investeringer, der er fuldt realiseret efter 31. december 1999.

Datasættet 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 ventureinvesteringer, men det har været op til de enkelte kapitalfonde at vurdere, hvilke transaktioner der på denne baggrund ikke blev medtaget i analysen. DVCA har imidlertid været i dialog med de enkelte fonde om, hvilke udvælgelseskriterier der skulle anvendes.

TABEL 4. BESKÆFTIGELSE I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

	2017	2016	2015	2014	2013
Antal ansatte globalt (1.000)	43	42	39	36	30
Gns. antal ansatte i DK (1.000)	22	22	21	21	17
Gns. vækst i kapitalfondsejede selskaber globalt	2%	5,8%	15,6%	5,2%	10,8%
Beskæftigelsesvækst i DK	1,6%	1,5%	1,0%	0,9%	0%
Beskæftigelsesvækst, privat sektor i DK	2,2%	2,5%	1,9%	1,0%	0%

Note: Beskæftigelsestal kan kun sammenlignes ét år tilbage, da der løbende købes og sælges virksomheder. For at kunne beregne væksten er beskæftigelsestallene beregnet med udgangspunkt i de samme virksomheder, således at nye og frasolgte virksomheder ikke tæller med.

TABEL 5. SKATTEBETALINGER I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

	2017	2016	2015	2014	2013
Resultat før skat i mia. kr.	2,9	6,1	5,8	4,3	5,6
Aktuel skat i mia. kr.	0,5	1,0	0,9	1,6	1,2
Skatteprocent	16,0	17,0	29,0	23,9	21,6
Samlet selskabsskatteprovenu i mia. kr.	60,0	49,7	47,5	45,3	44,9

Kilde: Selskabsskatteprovenuet er baseret på oplysninger fra Skatteministeriet.

TABEL 6. EGENKAPITALANDEL I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER PÅ KØBSTIDSPUNKT

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Egenkapitalandel	40%	43%	38%	53%	44%	45%	48%	64%	51%	43%	33%

TABEL 7. AFKAST I KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Metode 1	29,2%	29,2%	30,1%	30,2%	29,8%	28,6%
Metode 2	36,4%	36,4%	37,7%	38,2%	35,7%	30,4%

Note: Der indgår i alt 123 virksomheder i undersøgelsen. Datasættet strækker sig tilbage til 1990.

IRR er beregnet ved hjælp af to forskellige metoder:

1. En lang pengestrøm, som følger de faktiske tidspunkter. Investerings-tidspunkterne er dermed forskellige og varierer fra 1990 til 2006 (jf. ovenstående).

2. Alle investeringer antages at være foretaget på samme tidspunkt, "år 0".

Aktivt ejerskab og skatteprovenu

Selskabsskatten udgør ca. 6% af det samlede skatteprovenu, der er på knap 1.000 mia. kr., og DVCA har løbende dokumenteret, at kapitalfondsejede selskaber betaler deres selskabsskat som alle andre virksomheder – men også, at proventet varierer fra år til år. Andre skattekilder spiller også en rolle, og hvis man kan få virksomheder til at vokse, vil det øge skatteproventet. Det er baggrunden for, at DVCA fokuserer på, i hvor høj grad organisk vækst bidrager til at øge de samlede skatteindtægter. De forløbne år har kapitalfondsejede virksomheder vokset mere end deres børsnoterede "peers", men i år viser det sig, at væksten i de kapitalfondsejede selskaber har været lidt mindre end i de børsnoterede selskaber. Det giver et samlet negativt bidrag fra kapitalfondsejede selskaber på ca. 90 mio. kr.

Der tages udgangspunkt i følgende skattekilder:

- Selskabsskat
- A-skat fra ansatte i de kapitalfondsejede selskaber
- Moms genereret fra salg fra de kapitalfondsejede selskaber
- Energiafgifter samt andre afgifter

Lægges disse poster sammen, viser det sig, at kapitalfondsejede selskaber i 2017 samlet betalte 6,4 mia. kr. i skat.

TABEL 8. SKATTEPROVENU FRA KAPITALFONDSEJEDE SELSKABER

Skattepost	Beregningsmetode	Provenu
Selskabsskat	Indberettet fra Deloitte Online. Samlet beløb er 500 mio. kr. Det antages, at 45% heraf betales i Danmark.	225 mio. kr.
A-skat	De 22.000 ansatte i Danmark modtager ca. 250 kr. i timen i gennemsnit, hvilket giver en gennemsnitlig årsløn på 400.000 kr. Det giver en samlet lønsum på 8,8 mia. kr. Der betales 43% heraf i personskat.	3,8 mia. kr.
Moms	Det samlede momsprovenu var 213 mia. kr. i 2017. Der beregnes 1% heraf.	2,1 mia. kr.
Energiafgifter	De samlede energiafgifter, der betales af det private erhvervsliv, er vurderet til ca. 17 mia. kr. (kilde: DI). For at finde ud af, hvor stor en andel der betales af kapitalfondsejede selskaber, sættes det i forhold til beskæftigelsesandelen på 1,6%.	270 mio. kr.
Andre afgifter	Det vurderes konservativt, at erhvervslivet betaler 3 mia. kr. i øvrige afgifter. Der tages 1,6% heraf, da disse afgifter hovedsageligt betales af det private erhvervsliv.	50 mio. kr.
I alt		6,4 mia. kr.
Organisk vækst	Den organiske vækst er den vækst, der fremkommer i de kapitalfondsejede selskaber korrigeret for tilkøb og frasalg.	6,0%
Vækst i børsnoterede midcap-virksomheder	Væksten i midcap-selskabernes omsætning er beregnet. Det antages, at det er den vækst, der alligevel ville have været i selskaberne, hvis ikke de var blevet overtaget af en kapitalfond. (Baseret på tilgængelige regnskaber. Beregning kan fås ved henvendelse til DVCA).	7,4%
Nettovækst	Nettovæksten er den mervækst, der skabes af kapitalfondsejede selskaber i forhold til sammenlignelige selskaber (midcap-selskaber) (6,0% minus 7,4%).	-1,4%
Kapitalfondsbidrag til skat i 2017	Kapitalfondsbidraget fremkommer ved at gange nettovæksten på det skatteprovenu, som betales af de kapitalfondsejede selskaber (-1,4% af 6,4 mia. kr.)	-90 mio. kr.

Note 1: Som gennemgået i forrige afsnit indberetter de kapitalfondsejede selskaber en lang række oplysninger til Deloitte Online. Af disse opgørelser fremgår det, at der i 2017 arbejdede 22.000 personer i de kapitalfondsejede selskaber. Da der i alt er ca. 2,2 mio. fuldtidsbeskæftigede personer, svarer det til, at 1% af arbejdsstyrken arbejder i et kapitalfondsejet selskab. Da der er 1,4 mio. fuldtidsbeskæftigede i den private sektor, svarer det til, at 1,6% af de privatansatte arbejder i et kapitalfondsejet selskab.

Note 2: Den gennemsnitlige personskatteprocent for lønmodtagere i Danmark er ca. 43 inkl. AM.

Opkøb og exits i 2017/2018

– DVCA's medlemmer

SELSKAB	BRANCHE	INVOLVERET KAPITALFOND	OMSÆTNING (MIO. KR.)
Opkøb i 2017			
Aclass A/S Fertin Pharma Færch Plast Global Connect Gram Equipment	Rejser Medicinsk tyggegummi Industrielle plastprodukter Datakommunikation Produktion af ismaskiner og tilbehør	Maj Invest Equity EQT Advent International EQT	45* 868 2.080 585
Holmris Group	Udvikling og salg af indretningsløsninger Gateway- og softwareløsninger	FSN Capital	650
Icotera A/S Itadel (TDC Hosting) LanguageWire Linka Energy Mansoft Mountain Top Industries Nissens	Hosting-løsninger Oversættelse Biomasseanlæg IT-konsulenthus Tilbehør til pickuptrucks Køleløsninger til auto- og vindindustri	BWB Partners Maj Invest Equity Maj Invest Equity CataCap VIA equity VIA equity Axcel	678 27* 448 59 48* 85* 170*
TP Aerospace TRESU	Salg af flyhjul og -bremser Tryk til emballageproducerende industri	Axcel CataCap	1.555 428
Westpack	Produktion af emballage	Altor Capidea	598 48*
Exits i 2017			
Aclass A/S Avanti WSH	Rejser Produktion af tilbehør til vindmølleindustrien	Capidea	45*
Bach Composite Industry	Kompositløsninger til vindmølleindustrien	Polaris	737
Færch Plast JKF Industri Lagkagehuset Muuto TCM Tytex A/S Union Engineering Ørsted A/S (DONG Energy)	Industrielle plastprodukter Luftfiltre, -ventilatorer og -rør Fødevarer Design og interiør Køkken og bad Medicinske tekstiler Kulsyre- og CO ₂ -anlæg Energiproduktion	BWB Partners EQT Maj Invest Equity FSN Capital Maj Invest Equity IK Investment Partners Maj Invest Equity Capidea Goldman Sachs	419 2.080 250 665 197* 817 201 331 59.504
Opkøb i 2018			
Budweg Caliper A/S Continia Software GUBI Menu A/S REKOM Søgemedier	Renovation af bremsekalibre Softwareløsninger Produktdesign og -udvikling Design og interiør Barer og diskoteker Digitalt rådgivnings- og mediebyrå	Capidea VIA equity Axcel Polaris CataCap	70* 35* 88* 55* 161*
Exits i 2018			
DK-Foods LESSOR Group	Fødevarerproduktion IT-baserede løn- og personalesystemer	Maj Invest Equity	48*
Netcompany Unwire	IT-service IT-kommunikation	Axcel FSN Capital Maj Invest Equity	67* 1.400 41*

* Bruttofortjeneste.

Ovenstående liste viser opkøb og exits af danske virksomheder foretaget af DVCA's kapitalfondsmedlemmer. Virksomheder, der er ejet af kapitalfonde, og som minimum er store klasse C-selskaber, skal indarbejde DVCA's guide for god corporate governance.

Download den fulde liste over kapitalfondes opkøb og exits i Danmark under DVCA's analyseunivers: www.dvca.dk

Note: Omsætningstal er baseret på senest offentliggjorte årsregnskaber.

Kapitalfonde bidrager til samfundsudviklingen

Da DVCA i 2008 udkom med sine retningslinjer for selskabsledelse i kapitalfonde, var det Kristian Jensen, der som skatteminister tog imod på vegne af regeringen. Dengang roste ministeren i sin tale kapitalfondene for den øgede åbenhed og transparens. Nu er der gået 10 år, og Kristian Jensen er i dag finansminister. Hvordan ser han på kapitalfonde i dag?

Kristian Jensen husker tydeligt konferencen på det dengang nyåbnede Nimb i Tivoli, hvor DVCA havde inviteret en bred kreds af interessenter til at overvære lanceringen af de nye retningslinjer. Retningslinjer, der bl.a. var et resultat af de meget store handler med TDC, ISS og Falck, som man ikke tidligere havde set i Danmark.

I dag foregår mødet på Kristian Jensens kontor på 1. sal i Finansministeriets røde bygning. Elefanten i rummet er Vestas-formanden Bert Nordbergs kritik af kapitalfonde, der har ramt forsiden af Berlingske samme dag, interviewet finder sted.

”Det er en forfejlet kritik,” mener Kristian Jensen. ”Man kan ikke skære alle kapitalfonde over én kam, for de er lige så forskellige som alle mulige andre virksomheder.”

Det er heller ikke finansministerens indtryk, at mange erhvervsledere eller politikere deler Bert Nordbergs kritik. ”Naturligvis skal kapitalfonde se indad, og det er retningslinjerne også et udtryk for. Men kapitalfonde har en pointe, når de siger, at ejerskab spiller en rolle. Kapitalfonde kan gå ind som ejere, når der ikke er oplagte industrielle købere eller mulighed for børsnotering, og kapitalfonde kan også bidrage med en ny strategisk retning,” siger Kristian Jensen.

”Årsskrifterne fra DVCA og de løbende analyser, som DVCA kommer med, er gode input i debatten om, hvordan vi udvikler vores erhvervsliv. Den åbenhed, som rapporterne repræsenterer, er nødvendig for at bevare den legitimitet, fondene har opnået. Det åbner døre i forhold til afgørende politiske diskussioner om kapitalfondens rammebetingelser. Fondene bliver aldrig folkeeje, men de bør respekteres for deres professionalisme,” fortsætter han.

Et af DVCA's afgørende synspunkter i den erhvervspolitiske debat er, at skatten på kapitalindkomst er for høj i Danmark, og at det bremser investeringerne, men ifølge Kristian Jensen bliver det ikke nemt at ændre på.

”Vi bliver aldrig et lavskattelands,” understreger han. ”Vi ved, at skat spiller en stor rolle for investeringsbeslutningerne, og vi har derfor også arbejdet på at få sat kapitalind-



Finansminister Kristian Jensen

komstbeskatningen ned. Men skatten på personindkomst og kapitalindkomst bør følges ad, og derfor må vi gå den lange vej, hvor personskatterne reduceres først. Mange har talt om de værnsregler, vi ser i Sverige, og som gør det muligt at sænke kapitalindkomstbeskatningen, men vi mener bare ikke, at det er muligt at gennemføre i Danmark, fordi det vil kollidere med andre skattepolitiske mål. Vi har i stedet peget på fradrag for egenkapital – den såkaldte

ACE-ordning – som en måde at tilgodese virksomheder, der vælger at konsolidere sig, og det forslag agter vi at forfølge politisk,” siger Kristian Jensen.

”DVCA burde jo være stolt,” siger finansministeren og fremviser med et smil på læben et notat fra ministeriet, der viser, at seks ud af 12 nylige vækstforslag fra DVCA allerede er ved at blive realiseret. ”Det viser for det første, at vi lytter, men også, at I som brancheorganisation har leveret nogle forslag, vi rent faktisk kan bruge,” siger Kristian Jensen.

En anden af DVCA's pointer er, at det kan være svært at få investorer på banen med risikovillig kapital, fordi de fleste penge ligger i de meget store pensionskasser. Pensionskasser vil helst investere fra 300 mio. kr. og opefter, og det gør det eksempelvis vanskeligt for de institutionelle investorer at gå med i danske IPO'er. Her er Kristian Jensens synspunkter meget klare.

”Pensionskasserne har et soleklart ansvar for at bidrage til udviklingen af danske virksomheder gennem deres inves-

teringer, for ellers risikerer de jo, at de arbejdspladser, hvor deres egne medlemmer befinder sig, langsomt eroderer. Det er fint med Vækstfonden, men det er jo ikke nok, og derfor må vi forvente endnu flere investeringer i gode danske virksomheder fra pensionskasserne,” slutter finansminister Kristian Jensen.

Pensionskasserne har et soleklart ansvar for at bidrage til udviklingen af danske virksomheder gennem deres investeringer.

Kristian Jensen
Finansminister



DVCA's 12 forslag – Vækstland 2025 – fremlagt i 2017

	Erhvervs- og iværksætteraftalen	Aftale om retssikkerhedspakke
Vi skal lære af den britiske iværksættersucces		
1. Investorfradrag	Gennemført	
2. Adgang til iværksætterfonde	Gennemført	
3. Bedre vilkår for aktieafløbning	Gennemført	
4. Dansk 10/10-ordning (aktieindkomst på 10% af første 10 mio. kr.)	Ikke gennemført	
Sæt formuerne fri til iværksætterinvesteringer		
5. Danskerne skal have en aktiesparekonto	Gennemført	
6. Sæt private pensionsformuer fri	Gennemført	
7. Iværksætterskatten skal afskaffes helt	Ikke gennemført	
8. Fradrag for crowdfunding	Ikke gennemført	
Gode og stabile rammevilkår for vækstvirksomheder		
9. Værn om de bindende svar		Gennemført
10. Genindfør syndikeringslån, og nytænk skatte kreditter	Ikke gennemført	
11. Indfør en forskerordning for iværksættere	Ikke gennemført	
12. Fjern begrænsning af fremførsel af underskud	Ikke gennemført	

Kilde: Finansministeriets egen vurdering.

Kapitalfonde skal skabe langsigtet værdi

Da DVCA udgav den første version af sine retningslinjer i 2008, blev der gennemført en lang række interviews med vigtige interessenter. Dengang hed formanden for LO Harald Børsting. Nu hedder formanden Lizette Risgaard. Hvordan ser hun på kapitalfonde i dag?

Hvad betyder aktivt ejerskab for virksomhedernes udvikling?

Når kapitalfonde er bedst, er de med til at udvikle og styrke virksomheder til gavn for beskæftigelse og indtjening. Et godt aktivt ejerskab er meget værd for medarbejderne, fordi det er med til at fremtidssikre arbejdspladserne. Men det hører med til historien, at alle kapitalfondsovertagelser ikke er lige vellykkede. Går kapitalfonden kun efter den helt kortsigtede gevinst uden øje for virksomhedens langsigtede potentiale, er det ingen "happy ending" i mine øjne.

Har pensionskasser et ansvar for, at der tilflyder kapital til danske virksomheder?

Jeg vil være forsigtig med at pålægge det enkelte pensions-selskab et ansvar for, at der tilflyder kapital til danske virksomheder – eller tale om et passende niveau for pensions-selskabernes investeringer i f.eks. kapitalfonde. De konkrete investeringer er et anliggende for det enkelte pensions-selskab, der skal sørge for gode og sikre pensioner i alderdommen. Så er det klart, at vi som samfund har et ansvar for at skabe gode rammer for investeringer i danske virksomheder. Det ansvar har fagbevægelse og arbejdsgivere i høj grad påtaget sig med opbygningen af arbejdsmarkedspensionerne, der sikrer lønmodtagerne ordentlige pensionsvilkår, når de bliver ældre, og samtidig sørger for kapital til danske virksomheder.

Mener du, at det var fornuftigt at regulere kapitalfonde, jf. AIFM-direktivet?

Ja, der var helt klart brug for en regulering af kapitalfonde. Det viste den store diskussion om kapitalfonde i 00'erne tydeligt. Om vi er helt i mål med reguleringen af kapitalfonde, er jeg ikke sikker på. Jeg synes stadig, at kapitalfonde er mere lukkede, end godt er. Hvorfor vil kapitalfonde f.eks. ikke informere bedre om deres forretningsmodeller og incitamentsprogrammer?

Tjener medarbejderne i kapitalfondene for mange penge?

Det er mit indtryk, at kapitalfondsbranchen er et sted, hvor der tjenes rigtig mange penge. Også "for mange penge" efter min smag. Ja, det er rigtigt, at partnerne selv løber en risiko, når de skyder penge ind i kapitalfondene, og at investorerne også tjener rigtig mange penge, når kapital-

fondene gør det. Men tilbage står et uigennemskueligt system af gebyrer og bonusordninger, der sikrer mange af dem, der arbejder i kapitalfondsbranchen, en indtjening, der er helt ude af proportioner med lønnen til den menige medarbejder.

Er det ikke rigtigt, at løn og arbejdsvilkår i kapitalfondsejede virksomheder svarer til andre virksomheder?


DVCA undersøgte sidste år medarbejdertilfredsheden, og her kommer de kapitalfondsejede virksomheder godt ud. Men lige netop i forhold til løn er der færre medarbejdere hos de kapitalfondsejede virksomheder, der mener, at deres løn og indsats står i et fornuftigt forhold til hinanden sammenlignet med andre private virksomheder. Så måske presser kapitalfondene citronen for meget?

Hvad kan kapitalfonde gøre for at opnå endnu højere legitimitet?

Kapitalfondene skal bestræbe sig på at være endnu mere åbne og informere om deres forretning. DVCA's retningslinjer og årlige rapporter har været med til at skabe større åbenhed. Det er godt. Men der er stadig plads til forbedring. Og så skal kapitalfondene undgå aggressiv skatteplanlægning. Man skal betale til fællesskabet – og ikke forsøge at unddrage sig sit bidrag!

Betydelige danske pensionskasser med lønmodtagerrepræsentation	Formue (mia. kr.)
Sampension	268
PensionDanmark	222
Industriens Pensionsforsikring A/S	157
PenSam	133
Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægeseekretærer	127
MP Pension	107
Lærernes Pension	92
Pensionskassen for Socialpædagoger, Socialrådgivere og Kontorpersonale	67
Pensionskassen for Børne- og Ungdomspædagoger	63
Pensionskassen for Sundhedsfaglige	57

Kilde: F&P samt kassernes egne regnskaber.

A close-up portrait of a woman with short, wavy, light-colored hair. She has a serious expression and is looking directly at the camera. She is wearing a light-colored, possibly white, button-down shirt and small, round, gold-colored earrings. The background is dark and out of focus.

Når kapitalfonde er bedst, er de med til at udvikle og styrke virksomheder til gavn for beskæftigelse og indtjening.

Lizette Risgaard
Formand, LO

”

Ny skattepolitik fra ATP handler om investeringsrisici

Skat er blevet et hot topic blandt politikere og lovgivere, og grænserne for, hvad der er lovligt eller acceptabelt, flytter sig konstant. Så hvordan tilpasser man sig som international investor til stadigt skærpede krav og ændrede regler. Her fortæller Bo Foged, der er finansdirektør og COO hos ATP, om pensionskassens overvejelser, der har ført til en ny og skrapere skattepolitik.



Bo Foged, finansdirektør og Chief Operating Officer (COO), ATP

ATP har allerede takket nej til de første investeringsmuligheder i private equity-fonde, selvom den nye skattepolitik kun lige er trådt i kraft. De kunne ikke klemme sig gennem det nyetablerede nåleøje.

”Vi gør ikke dette, fordi vi gerne vil markere os på dydens smalle sti. Vi gør det, fordi vi vil sikre vores afkast fremover. For med det fokus, der er kommet på skat, udgør det en investeringsrisiko for os, hvis vi ikke er på sikker afstand af det, vi opfatter som aggressiv skatteplanlægning. Det er baggrunden for, at vores bestyrelse har vedtaget en skattepolitik, som nogle måske vil finde vidtgående, men som

jeg mener flugter godt med samfundsudviklingen og en moderne investeringsfilosofi,” siger Bo Foged.

Det er blevet diskuteret vidt og bredt, hvad begrebet ”aggressiv skatteplanlægning” egentlig dækker over, for man kan jo også argumentere for, at virksomheder og investorer altid skal sikre sig mod at betale mere skat, end de behøver. Bo Foged mener dog, at der er situationer, hvor definitionsusikkerheden gøres for stor:

”Når virksomheder eller investorer bevidst ’shopper’ efter lande, hvor man ikke behøver at betale skat, og hvis man i

Politikerne har ansvarlig skat på agendaen

2014: EU indfører automatisk udveksling af finansielle oplysninger medlemslandene imellem.

2015: Folketinget vedtager en ny skattelypakke og indfører bl.a. en generel omgåelsesklausul, som styrker SKAT i kampen mod aggressiv skattespekulation.

2017: EU udarbejder sortliste over lande, som ikke udviser fornøden skattransparens, og som ikke har et fair beskatningssystem. Listen tæller i alt ni lande – ingen EU-lande er på listen.

2017: EU-Kommissionen foreslår, at virksomheders country-by-country-rapportering offentliggøres, så alle kan se, hvad de betaler i skat og i hvilke lande. Et flertal i Folketinget bakker op.

2018: EU forpligter revisorer, skatterådgivere mv. til at underrette myndighederne om rådgivning, der involverer grænseoverskridende skatteplanlægning. Rapporteringsforpligtelsen forventes at træde i kraft i løbet af sommeren.

2018: Flere danske pensionskasser – bl.a. Pædagoger-nes Pension, PKA og nu også ATP – har i deres investeringspolitik knyttet krav om ansvarlig skatteadfærd.

Kilde: KPMG Acor Tax.

øvrigt ikke har nogen økonomisk aktivitet i landet, hvor man gerne vil være skattepligtig, så er det efter vores mening aggressiv skatteplanlægning.

Man kan altid diskutere, hvor bred gråzonen mellem lovgivning og soft law reelt er. Og at politikerne burde samordne skattereglerne mere på tværs af landegrænser. Men skatteregler er utroligt komplicerede, og derfor må vi acceptere, at der ikke findes ét stort forkromet skattesystem, der kan fungere på tværs af landegrænser. Det levner plads til aktører, der kan udnytte systemets krinkelkroge, og derfor siger vi, at de strukturer, som vi skal investere i, skal følge OECD's BEPS-regler. I korte træk handler de om at undgå, at man opnår en konkurrencemæssig fordel ved ikke at betale skat, at der ikke gennemføres investeringer, som kun skyldes gavmilde skatteregler, og endelig at de enkelte lande får et skatteprovenu, som afspejler den økonomiske aktivitet, der har fundet sted."

Ifølge Bo Foged lever langt de fleste private equity-fonde op til ATP's nye skattepolitik, og derfor vil der også fremover være masser af investeringsmuligheder.

"Vi ser ikke de store udfordringer, hvad fondene angår, men vi ser stadig eksempler på strukturer, hvor kompleksiteten ganske enkelt ikke kan retfærdiggøres eller forklares, og så står vi af. Med vores nye skattepolitik sender vi et signal til markedet om, hvor vi er. Og hvis vi er i tvivl om en investerings skatterisiko, så virker dialog rigtig godt. Derfor bruger vi en del ressourcer på det. Ofte er vi inde i strukturer sammen med andre investorer, men kan ikke stå på mål for, om andre har styr på deres skattebetalinger, for det er en myndighedsopgave. Men vi håber naturligvis, at vores tilgang kan have en afsmittende effekt på andre investorer."

På det seneste har tech-giganternes skattebetalinger været på agendaen. Efter mange europæiske politikeres opfattelse betaler virksomheder som Google, Amazon og Facebook alt for lidt i skat, og vi har også set, at Kommis-

OECD's BEPS-regler

BEPS refererer til skatteplanlægningsstrategier, der udnytter huller og mangler i skattereglerne. Det vil typisk være at flytte overskud til lavskatteområder, hvor der er ringe eller ingen økonomisk aktivitet. Disse aktiviteter kan undergrave opfattelsen af skattesystemernes retfærdighed og integritet, fordi navnlig multinationale virksomheder kan opnå en konkurrencemæssig fordel i forhold til virksomheder, der opererer på hjemmemarkedet. Desuden underminerer det tilliden til skattemyndighederne, hvis multinationale selskaber og investorer lovligt kan undlade at betale skat.

sionen og Margrethe Vestager har rejst sager, bl.a. på skatteområdet. Har det fået ATP til at fravælge disse aktier?

"Nu har vi jo trukket en streg i sandet ved den 1.1. 2018, hvad vores skattepolitik angår. Den gælder for vores unoterede investeringer, men det er ikke ensbetydende med, at vi så bare ignorerer skatteforhold i det noterede univers. I løbet af 2017 har vi styrket vores aktive ejerskab, for vi tror på, at det skaber større værdi for os som investorer – og dermed medlemmerne – at forsøge at påvirke selskaberne. Derfor kommer vi ikke til at foretage nogen paniksalg – heller ikke af de nævnte aktier. Eksklusion og frasalg er for os sidste udvej."

Investorer bliver løbende sammenlignet på deres afkast, men det gør ikke Bo Foged nervøs.

"Effekterne af vores skattepolitik kender vi først om nogle år. Det kan godt være, at vi på den korte bane må sige nej til potentielt lukrative investeringsmuligheder, men vi har skarpt fokus på risikostyring i ATP, og på langt sigt tror vi, vores nye skattepolitik er den rigtige tilgang til det bedste langsigtede afkast," slutter Bo Foged.

Med vores nye skattepolitik sender vi et signal til markedet om, hvor vi er.

Bo Foged
Finansdirektør og COO, ATP

”

ATP's skattepolitik

Med virkning fra 1.1. 2018 har ATP's bestyrelse vedtaget en skattepolitik for hele ATP Koncernen, der beskriver principper for egen adfærd, når der investeres i unoterede investeringer. Med skattepolitikken ønsker ATP at bidrage til øget åbenhed på skatteområdet samt tydeliggøre ATP's forventninger til alle investerings-samarbejdspartnere inden for unoterede investeringer.

Kapitalfonde kan bygge bro mellem offentligt og privat ejerskab

Ejerskab og styring af offentlige virksomheder er til stadighed til debat. Det gælder fysisk infrastruktur som forsyningsselskaber, postdistribution, jernbaner, veje, broer og lufthavne, og så gælder det en lang række typisk kommunale selskaber som boligselskaber, trafikalselskaber og andre serviceselskaber. Også virksomheder inden for uddannelse, børnepasning, sundhed og pleje kan i en række tilfælde drives i privat regi, hvilket eksempelvis er udbredt i Sverige.

Fælles for denne type offentlig virksomhed er, at den er finansieret for borgernes penge i form af skatter, afgifter og diverse brugerbetalingsordninger. Offentligt ejerskab af infrastruktur og øvrig virksomhed vil normalt hænge sammen med, at der ikke i udgangspunktet har været basis for, at private har kunnet opnå en bæredygtig drift af en given investering, eksempelvis som følge af høje etableringsomkostninger eller på grund af institutionelle adgangsbarrierer. Dermed opstår det naturlige monopol, som ofte drives i offentligt regi. Men i takt med den teknologiske udvikling kan der opstå nye forretningsmodeller og konkurrenceparadigmer, som gør, at man løbende må overveje, om det offentlige skal eje virksomheder, som også kunne ligge i privat regi.

Historisk har vi i Danmark set en række vellykkede hele eller delvise privatiseringer af tidligere infrastruktur med statens salg af TDC i 1997/1998 som det nok bedste eksempel.

”

Argumenter for og imod privatiseringer

Offentlige virksomheder kan normalt ikke gå fallit og befinder sig ofte på et marked uden konkurrence. Men når den offentlige virksomhed ikke bliver presset af konkurrenter, vil den ofte blive mindre effektiv end sammenlignelige private virksomheder. Samtidig vil private virksomheder normalt have en interesse i at opretholde en så høj rentabilitet som

muligt ved at holde omkostningerne nede og investere i innovative tiltag. Offentlige virksomheder vil omvendt have diffuse mål, fordi de er politisk styret, og dermed også uklare og skiftende succeskriterier. Så når offentlige virksomheder kan udsættes for konkurrence fra private, bør man overveje privatisering.

Privatiseringer udløser dog også kritik. Eksempelvis kan der udløses værdistigninger, som vil tilfalde de nye aktionærer, og ledelsens aflønning kan ændre sig. Disse argumenter blev bl.a. fremført i forbindelse med privatiseringen af både DONG Energy og TDC. Der kan også opstå diskussioner om fordyrelse eller forringelse af serviceniveauet, og endelig er der fremført argumenter om, at rationaliseringer kan medføre større arbejdspress blandt de ansatte. Argumenter, som DVCA dog i flere sammenhænge har tilbagevist. Det er imidlertid vigtigt, at der er transparens omkring konditionerne ved privatiseringer, og at alle aspekter af en privatisering er grundigt belyst, inden den gennemføres.

Kapitalfondes involvering i offentlige virksomheder

Kapitalfonde kan bidrage til at lette overgangen fra offentligt til privat og til at markedsmodne den offentlige virksomhed. Det sker ved, at kapitalfonden som aktiv ejer engagerer sig tæt med ledelsen og indarbejder nye arbejdsmetoder, bl.a. ved hjælp af incitamentsmodeller, der kan effektivisere og udvikle driften. Desuden har kapitalfonde et omfattende netværk, hvor der kan findes nye ledelseskrafter eller rådgivningsressourcer vedrørende konsolidering eller opkøbsmuligheder.

Historisk har vi i Danmark set en række vellykkede hele eller delvise privatiseringer af tidligere infrastruktur med statens salg af TDC i 1997/1998 som det nok bedste eksempel. Siden privatiseringen af TDC er en række andre offentlige selskaber blevet helt eller delvist privatiseret, og som det var tilfældet med TDC, har kapitalfonde i en række tilfælde spillet en rolle.

Eksempler på offentlige virksomheder, hvor kapitalfonde har spillet en rolle

År	Virksomhed	Kapitalfond	Transaktionsbeskrivelse
2005	TDC	NTC	I 2005 købte fem internationale kapitalfonde 87,9% af aktierne i TDC. TDC havde dog været privatiseret siden 1997.
2005	PostDanmark	CVC	CVC købte 25% af PostDanmark i 2005 og solgte aktieposten tilbage til staten igen i 2009.
2005	Københavns Lufthavne	Macquarie	Macquarie købte ca. 58% af aktierne i Københavns Lufthavne og bidrog herefter til den kommercielle udvikling.
2007	Scandlines	3i	Rederiet var ejet af det danske Trafikministerium og Deutsche Bahn med hver 50%. Den britiske kapitalfond 3i købte rederiet med Allianz Capital og rederiet Deutsche Seereederei.
2009	KMD	EQT	EQT og ATP købte KMD af KL og solgte i 2012 virksomheden videre til Advent.
2010	Ekokem (tidligere Kommunekemi)	EQT	I 2010 købte EQT Kommunekemi, hvorefter den blev solgt tilbage i kommunalt regi i 2015. Virksomheden er i dag en del af Fortum-koncernen.
2013	DONG Energy	Goldman Sachs	Goldman Sachs købte ca. 18% af DONG Energy sammen med to danske pensionskasser og bidrog herefter til selskabets fokusering på vindenergi.
2017	NGF Nature Energy	Pioneer Point Partners	En gruppe fynske kommuner solgte ultimo 2017 deres andel af NGF til den britiske kapitalfond Pioneer Point Partners.

Eksempler på offentlige virksomheder, hvor privatiseringer kan overvejes

I det følgende nævnes en række offentlige virksomheder, hvor privatiseringer kan overvejes. I nogle tilfælde, men ikke alle, kan kapitalfonde være relevante købere.

Broanlæg

Sund og Bælt Holding er et eksempel på en statslig virksomhed, der har udviklet sig til noget, der ligner en privat virksomhed med lønsom drift, intens konkurrence med andre transportformer og nye, innovative tiltag som bl.a. "kombibilletter" til forlystelser mv. Dermed er grundlaget for en privatisering til stede.

Forsyningsanlæg

I Danmark har vi en række forsyningsanlæg, som er drevet efter principper, hvor der ikke er tilstrækkelige incitamenter til at foretage de rigtige investeringer, bl.a. til gavn for den grønne omstilling. Der er behov for styrket fokus på aktivt ejerskab, risikostyring og rentabilitet, som eksempelvis har gavnet Ørsted. Ved privatiseringer af forsyningsanlæg kan der frigøres midler til investeringer i nye, rentable anlæg, renovering af eksisterende anlæg mv.

Havne

Danske havne ejes i dag i overvejende grad af kommunerne. Imidlertid ændrer den globale godsudvikling sig hastigt,

og nye teknologier og skibstyper stiller krav til havnenes investeringer i kajanlæg og sejlrender. Derudover er der ved havnene ofte betydelige muligheder for at udvikle erhverv inden for eksempelvis turisme og bolig, hvilket kræver engagement fra private investorer.

Færgeruter

Selskabet Danske Færger kan privatiseres.

Lufthavne

Der findes en række offentligt ejede lufthavne i Danmark, men erfaringerne fra Københavns Lufthavne er, at der kan være betydelige fordele ved at få private investorer ind. Blandt de oplagte privatiseringsemner kan nævnes Billund Lufthavn, der i dag er ejet af en række kommuner.

Medier

Staten ejer TV 2, som planlægges privatiseret i nærmeste fremtid.

Lodsordninger

Danpilot er en statslig lodsordning, der kunne privatiseres.

Spilvirksomhed

Danske Spil og Klasselotteriet kan privatiseres, da disse virksomheder konkurrerer direkte med private aktører.

En ung kapitalfonds opskrift på global hæder

Efter et par år med flere spektakulære exits blev 2017 året, hvor VIA equity intensiverede jagten på nye opkøb, mens historisk høje afkast gav genklang i udlandet.

Der er fuld fart på den PFA- og ATP-investorstøttede kapitalfond VIA equity (tidligere Via Venture Partners), som for tiden kigger på mellem 400 og 500 potentielle købsmuligheder i ind- og udland for at opretholde de seneste års flotte performance.

Især fond nummer 2, der bl.a. har betalingskæmpen Nets på CV'et, har imponeret. Ifølge en opgørelse fra analysehuset Preqin er fonden med et afkast på 46,7% placeret som den næstbedste i Europa og som nummer syv globalt målt på afkast i kategorien for kapitalfonde startet 2010 og senere.

Så hvad er hemmeligheden bag den væksthistorie, der udspiller sig hos VIA equity? Managing Partner John Helmsøe-Zinck giver sine bud:

”Vi forsøger at holde et relativt snævert fokus på først og fremmest teknologi, IT og software. Det gør os bedre i stand til at bruge vores faglige indsigt til at spotte vækstpotalet og reelt bringe virksomhederne til et nyt niveau.”

Han vurderer, at mindst 80% af de virksomheder, VIA equity har i kikkerten, ligger inden for dette felt. Øvrige investeringer ligger bl.a. inden for energisektoren.

For det andet er kapitalfonden baseret på et tæt samarbejde med blot to institutionelle investorer, nemlig ATP og PFA.

”Det lave antal investorer gør det lettere at blive enige om en strategisk retning, hvilket gør os relativt smidige. Samtidig giver det en høj grad af transparens og troværdighed

at have to så anerkendte og kompetente pensionskasser synligt i ryggen,” siger John Helmsøe-Zinck.

For det tredje står et frugtbart samarbejde med porteføljeselskabernes ledelse meget højt på listen.

”Vi sætter en ære i et godt samarbejde med virksomhedernes ledelse, og jeg er overbevist om, at dette er en af nøglerne til vores resultater. Ledelsen har en mere lokal og langsigtet forankring end kapitalfonde, og derfor insisterer vi af princip på, at ledelsen skal foregå ude i virksomhederne og ikke hos os,” tilføjer John Helmsøe-Zinck.

Helmsøe-Zinck peger på salget af Adra Software – efter hele 11 års ejerskab – som interessant i kapitalfondssammenhæng. Det relativt lange ejerskab gav nemlig mening af flere årsager:

”Vi havde et rigtig godt samarbejde med de øvrige aktionærer, og vi besluttede at forfølge nye, spændende projekter, som ledelsen løbende anbefalede, og hvor vi kunne gøre vores ekspertise gældende. Det gav os tid til at udvikle og ekspandere forretningen og samtidig skabe forudsætningerne for et flot afkast til glæde for vores investorer,” siger han og påpeger, at tålmodighed og langsigtede tiltag som dyd også kan have sin berettigelse blandt kapitalfonde.



Om VIA equity

VIA equity er en kapitalfond med primært fokus på IT, software og teknologi. Der investeres dog også i mindre omfang i andre industrinicher.

PFA og ATP er ligeværdige investorer med samlet over 99% af kapitalen i den seneste VIA Equity Fond III K/S. Den resterende kapital er investeret af medarbejderne i VIA equity A/S.

VIA equity har tre fonde, hver med et kapitiltilsagn på 1 mia. kr. Eksempler på nuværende og exitede porteføljeselskaber er Nets, Adra Software, KMD, Adform, UVdata, Continia, GleSYS og Mansoft.

John Helmsøe-Zinck, Managing Partner, VIA equity

Opkøb i et ophedet marked: Nogle gange er der tale om "hestelængder" snarere end "mulehår"

Status er positiv, når partner Søren Johansen, Altor, gør regnebrættet op for 2017: spændende investeringer i både klassisk produktion og nye industrier, en række selskaber med god performance, solide planer for alle selskaber og styrkelse på de indre linjer med tre nye partneroptagelser, herunder en i Danmark.

Men medie billedet kan tegne andre farver, medgiver han.

"Afrapportering for en kapitalfond er en kommunikationsmæssig udfordring. Regnskabstal er i deres natur bagudrettet, og det gør det svært at kommunikere med medierne. Jeg er helt med på, at journalister skal være kritiske, og at de har en særlig forkærlighed for afvigelserne. Men det er jo svært at beskrive, hvordan det går i porteføljen ud fra regnskabstal, der måske er 15-16 måneder gamle. Nogle gange får vi credit for noget, vi hverken har lod eller del i. Andre gange er det omvendt. Det er også en kommunikationsmæssig udfordring, at vi ofte laver investeringer i et porteføljeselskab, som først vil give resultat nogle år efter. Altor-fondenes gennemsnitlige ejertid ligger på over syv år, og det præger selvfølgelig de beslutninger, der tages i selskaberne.

Der tales om en guldalder i branchen i disse år?

"Jo, branchen har haft gode vilkår, fordi det er blevet mindre svært at finde kapital. Men det betyder samtidig også, at konkurrencen om aktiverne er blevet skærpet. Vi oplever situationer, hvor vi ikke bare er mulehår, men hele hestelængder fra de priser, der handles til. Og ingen ved, om de højere priser udvikler sig som 'winner's curse', eller om det vil gå godt. Det ved vi reelt først om nogle år, når aktiverne bliver solgt fra igen," konstaterer Søren Johansen.

Han fremhæver, at Altor traditionelt har haft fokus på at være disciplineret i værdiansættelsen.

"Vi køber gerne selskaber, hvor der skal gøres en del. Det essentielle er, om aktivet er velpositioneret i en industri, der er karakteriseret ved attraktive makrotrends. Det er helt

afgørende at komme ind, hvor de underliggende trends er med. Så er du bedre motiveret for at 'læne dig frem!'"

I det brede perspektiv ser Søren Johansen tegn på "blinke advarslamps".

"Som jeg ser det, er en grundlæggende skrøbelighed ved at indfinde sig i den vestlige verden. Aktivpriserne er handlet op, og nu ser vi et pres opad på renterne. Vi er nok et sted, hvor der ikke skal megen afmatning i økonomien til, før den lange højkonjunktur begynder at vende. Personligt hælder jeg til en vis forsigtighed."

Man kan dårligt sige Altor uden at nævne en verserende retssag.

"Finanstilsynet besluttede sig tilbage i 2016 for ikke at starte en sag om overtrædelse af værdipapirhandelsloven i forbindelse med prospektet, efter at de havde lavet en indgående undersøgelse. Udover den verserende straffesag mod den tidligere direktør i Singapore er der igangværende civile sager. Alle, der har haft med selskabet at gøre, herunder jeg selv, er stadig meget kedede af det skete og for de omkostninger, det har haft for medarbejdere, kunder og aktionærer – også for Altor Fond II. Af respekt for domstolens arbejde vil jeg herudover på ingen måde udtale mig om de processer, der pågår."

Men uafhængigt heraf vil jeg gerne notere, at de seneste år, herunder også 2017, har været business as usual for Altor – det fremgår f.eks. af de transaktioner, vi har gennemført," siger Søren Johansen.



Om Altor

Gruppen af Altor-fonde har siden starten i 2003 rejst kapitaltilsagn på i alt 5,8 mia. euro. Gennem årene er over 3,8 mia. euro blevet investeret i mere end 40 mellemstore nordiske virksomheder med det mål at skabe værdi gennem vækstinitiativer og operationelle forbedringer. Blandt tidligere og nuværende investeringer er Norican, Haarslev, Sonion, Ferrosan, Aalborg Industries og Helly Hansen.

Søren Johansen, partner, Altor

Brobyggeri afgørende for glidende ejerskifte

Fremgang i økonomien kombineret med historisk høj likviditet har sat turbo på køb og salg af virksomheder i Danmark. Det stiller krav til, at kapitalfonde spotter virksomheder med vækstpotentiale tidligere og bringer dem hurtigere op i gear, vurderer Erik Balleby Jensen, CEO og partner i Capidea, der investerer i små og mellemstore danske virksomheder.

Derfor vil kapitalfundsbranchen i de kommende år blive karakteriseret af hyppigere ejerskifter og kortere ejerskabsperioder.

Erik Balleby Jensen oplever, at Capidea typisk kommer tidligere ind i udviklingsprocessen for at drive forretninger videre og udfolde deres potentiale. De hyppigere ejerskifter har øget Capideas fokus på at sikre en glidende overgang til kapitalfondsejerskab.

”Det vellykkede ejerskifte fordrer et godt personligt match. Vi lægger vægt på at lære ledelsen såvel som tidligere og øvrige ejere at kende på både et professionelt og et menneskeligt plan og gennem åben dialog sikre, at vi er enige om den strategiske retning fremad. Dernæst fokuserer vi på at opbygge en solid bestyrelse med både eksisterende og nye kræfter,” siger han.

For Capidea er det at bygge bro mellem tidligere og nye ejere med til at sikre kontinuitet og lette overgangen for ansatte i virksomheden, uanset om der er tale om et helt eller delvist ejerskifte.

”Kodeordet er fleksibilitet. Der er ingen grund til, at tidligere ejere skal forlade virksomheden fra den ene dag til den anden. Et delvist eller glidende ejerskifte kan sikre, at overgangen bliver mere smidig, og at gode erfaringer og ekspertise bæres med videre til gavn for alle parter.”

Opskriften på et vellykket, glidende ejerskifte har præget Capideas største transaktioner i 2017. Disse omfatter bl.a. salget af kapitalfondens ejerandel i det digitale rejsebureau Aclass til Maj Invest Equity V efter en succesrig ejerperiode.

På bare tre år bidrog Capidea til at fordoble omsætningen til over 300 mio. kr.

For Capidea bød året også på opkøbet af emballageproducenten Westpack, hvilket markerede lukningen af fond II. Westpacks ledelse forbliver en del af ejerkredsen og skal med støtte fra Capidea stå i spidsen for at realisere ambitiøse vækstplaner.

Et delvist eller glidende ejerskifte kan sikre, at overgangen bliver mere smidig, og at gode erfaringer og ekspertise bæres med videre til gavn for alle parter.

Erik Balleby Jensen
CEO og partner, Capidea

”



Om Capidea

Capidea er en dansk kapitalfond, der foretager investeringer i mindre og mellemstore danske virksomheder med vækstpotentiale. Capidea blev etableret i 2006 og har kapitaltilsagn for i alt 2,3 mia. kr. fordelt på tre fonde. Udover institutionelle investorer omfatter investorkredsen virksomheder og erhvervsledere, som indgår aktivt i Capideas netværk.

Erik Balleby Jensen, CEO og partner, Capidea

Forventningsafstemning er afgørende

For Maj Invest Equity er 2017 et år, som mindes med stolthed og glæde, siger Managing Partner Erik Holm. Fire nye investeringer i fond V, der er kommet godt – og hurtigt – fra start, samt flere exits med designvirksomheden Muuto som kronen på værket sidst på året.

Maj Invest Equity arbejder typisk med familievirksomheder, som for første gang inviterer en ekstern partner om bord. Og kapitalfonden lægger stor vægt på, at de ledere, der står bag en virksomhed, fortsætter.

Erik Holm: "Vi har haft mere end 60 virksomheder igennem de seneste 12 år, og det er først og fremmest kvaliteten af ledelsen, der gør forskellen. Der er en én-til-én-sammenhæng mellem afkast på investeringen og på at have de rette folk om bord. Derfor bruger vi mange kræfter på forventningsafstemning."

Hvilke virksomheder er i søgeren?

"Virksomheder med kant i markedet – virksomheder, der skiller sig positivt ud, og som har vist evner for at søge væksten: fra dansk til europæisk – og senere fra europæisk til globalt."

Netop kombinationen af vækstambitioner og en "rigtig dygtig ledelse" karakteriserer med Erik Holms ord Muuto, som blev solgt til den amerikanske møbelproducent Knoll Inc. i december 2018. Muuto havde oprindelig Vækstfonden som medinvestor. I 2014 købte Maj Invest Equity 45% af selskabet.

Kristian Byrge, der grundlagde Muuto sammen med Peter Bonnén i 2006, forklarer om det at tage en ny medejer ind: "Kapitaltilførsel var faktisk ikke noget problem i 2013 – der var adskillige, der bød ind. Det vigtige for os var at kunne bevare aktiemajoriteten – det var ikke alle med på. Den anden væsentlige faktor – udover prisfastsættelse og struktur – var at få en partner med forståelse for, hvad vi laver. Og så skal man gå sammen med folk, man kan stole på. På det punkt skal man gå lige så grundigt til værks,

som var det en bestyrelsesformand eller ny CEO, der skulle rekrutteres."

Erik Holm: "I Muuto har vi haft at gøre med to helt unikke stiftere, Peter Bonnén og Kristian Byrge, der har været meget konsistente i deres tilgang og topfokuserede på det, de laver. Det har f.eks. været det klare mål for de to at gøre sig undværlige over tid. Det fremgår af masterplanen frem mod exit, som har været fælles for os fra dag 1.

Muuto var en veldrevet virksomhed med imponerende væksttal og marginer. Vores opgave lå i at støtte væksten, f.eks. ved at styrke infrastrukturen og organisationen, herunder rekruttering af nøglepersoner," siger Erik Holm, der i bestyrelsesopgaven har trukket på mange års brancheerfaring, herunder 10 år som topchef i belysningsvirksomheden Louis Poulsen.

Kristian Byrge: "Vækst kan de fleste nok levere. Det usædvanlige med Muuto er at kombinere vækst med høj profitabilitet. Vi er ekstremt købmandsorienterede. Det er evnen til at bygge bro mellem design og forretning, der har gjort forskellen for vores vedkommende. For os er der tale om et aktivt valg. Vi vil gerne væksten, men ikke for enhver pris. Det har – for hele ejerkredsen – været vitalt at have kapital til at være selvfinansierende."

Exitten i december var et spørgsmål om god timing. "Virksomheden gik godt med hensyn til vækst og indtjening, og markedet var positivt. Den anden faktor var, at det var logisk med et ejerskifte, fordi Muuto nu skulle gå fra ét plateau til det næste. Der ligger muligheder med hensyn til etablering af egne butikker og webshop. Det vil blive kapitalintensivt, og så giver det god mening med et nyt ejerskab," siger Kristian Byrge.



Om Maj Invest Equity

Maj Invest Equity forvalter en samlet kapital på ca. 4,3 mia. kr. og er en af Danmarks største private equity-investorer i mindre og mellemstore virksomheder, typisk med en omsætning i størrelsesordenen 150 mio. kr. – 1 mia. kr.

Siden 2005 har fondene rådgivet om investeringer i mere end 35 virksomheder. I samme periode er der foretaget salg af mere end 40 virksomheder. Fondenes portefølje består p.t. af 15 selskaber.

Erik Holm, Managing Partner, Maj Invest Equity

Aktivt ejerskab gør lagkagen større – hurtigt og effektivt

Vækst er ikke bare et buzz word i bagerkæden Lagkagehuset. Virksomheden er på relativt få år vokset i et tempo, der kan tage pusten fra de fleste. Men den helt store internationale ekspansion er først lige begyndt.

For ejeren, Nordic Capital, er på et væksttogt, hvor der ikke er tid at spilde: "Nordic Capital er sat i verden for at drive virksomheder frem gennem en forandringsfase med hastige skridt. Når vi – ejere, bestyrelse og ledelse – sammen har besluttet os for en retning, er det den vej, vi går. Og så accelererer vi hurtigt," siger Michael Haaning, partner i Nordic Capitals danske rådgivningsselskab.

Efter ni år med nordiske FSN Capital i ryggen overtog Nordic Capital i 2017 nøglerne til Lagkagehuset, der vel nok er blevet den største danske bagersucces nogensinde. Siden er amerikanske L Catterton kommet til som minoritetsaktionær og sparringspartner.

I dag har Lagkagehuset knap 80 butikker i Danmark, og under brandnavnet Ole & Steen ses bagerkæden nu også otte steder på tværs af London. Og inden årets udgang bliver de helt store brød slået op i form af de første butikker i hjertet af New York.

Vækstfortællingen, som stadig har masser af kapitler i sig, er resultatet af et konstruktivt samarbejde mellem ledelsen i Lagkagehuset og Nordic Capital, for hvem aktivt ejerskab skal tages helt bogstaveligt.

"Efter closing støttede vi med ressourcer, der sammen med ledelsen arbejdede intensivt på det strategiske plan. Disse folk har typisk været igennem sådan en proces fem til syv gange før og kender derfor værktøjskassen særdeles godt, herunder hvordan den omsættes til en eksekverbar værdiskabelsesplan. Det er ledelsens fortjeneste, når forretningen kører godt, men samtidig gør vi meget ud af at være en aktiv medspiller, der supporterer ledelsen, hvor vi kan," fortæller Michael Haaning.

Jesper Friis, der har været Lagkagehusets adm. direktør siden 2015, oplever det aktive ejerskab som en reel hjælp snarere end en kontrollerende ånde i nakken. "Nordic Capital har sammensat en bestyrelse, der er dybt engageret i den daglige drift. De laver altså ikke bare bestyrelsesarbejde i traditionel forstand, men også i operationel forstand," siger Jesper Friis og påpeger det givtige – og på samme tid utraditionelle – ved derudover at have en bestyrelsesformand, der i høj grad forstår og involverer sig i driften baseret på en dyb indsigt i det marked, Lagkagehuset opererer i.



Michael Haaning, partner, Nordic Capital

Bestyrelsesformanden, Henrik Brandt, kommer med tung erfaring fra især fødevarerbranchen med topposter i bl.a. Royal Unibrew.

Friis og resten af ledelsen lå ikke ligefrem på den lade side op til ejerskiftet i 2017. Men da Nordic Capital tog over, skiftede hele ledelsen fra femte til sjette gear. Lagkagehuset skulle bygge videre på ekspansionsseventyret, og der skulle fuld fart på.

Og måske er dette selve essensen af den måde, Nordic Capital udvikler sine porteføljevirkomheder på. Kapitalfonden stræber efter at yde en struktureret support til ledelsen med udgangspunkt i driften og på den måde aflaste ledelsen på områder, hvor fondens kernekompetencer kan bringes bedst muligt i spil.

Det gør sig i praksis gældende ved, at Nordic Capital løbende tager opgaver og kommer tilbage med dem løst, fortæller Jesper Friis: "For nylig købte Lagkagehuset f.eks. en kaffevirksomhed, hvor Nordic Capital stod for det prak-



CEO Jesper Friis, Lagkagehuset

tiske ved at gennemføre handlen. Det var en lettelse for os, for det frigav ressourcer, så vi kunne koncentrere os om driften.”

Et aktivt ejerskab kommer dog ikke gratis, medgiver Haaning. Det kan være krævende for en ledelse at have en aktiv kapitalfond i ryggen, og man skal være beredt på at svare på flere spørgsmål end i mange andre virksomheder. Til gengæld kan ledelsen drage nytte af ekspertise og ressourcer fra ejerne, der gør det lettere at realisere en strategi hurtigt og effektivt.

Supporten til Lagkagehuset kommer ikke alene fra Nordic Capital. I efteråret købte den amerikanske kapitalfond L Catterton en femtedel af aktierne i Lagkagehuset og hjælper nu til med at bringe kæden op i den internationale liga, hvor der skal bides skeer med de helt store aktører på markedet.

”Partnerskabet med L Catterton er helt ideelt. Både fordi vi deler de samme visioner for Lagkagehuset, og fordi de har stor erfaring med ekspansion af globale food service-virksomheder,” siger Michael Haaning.

Jesper Friis tilføjer, at L Catterton har ”stort kendskab til byggeprocesser såvel som de rigtige streets og avenues” i især amerikanske storbyer, hvilket er afgørende for en vel-

Nordic Capital har sammensat en bestyrelse, der er dybt engageret i den daglige drift.

Jesper Friis
CEO, Lagkagehuset

”

lykket ekspansion. Den helt rigtige lokation i New York City er nu fundet, og sammen gør ejerne og ledelsen klar til at slå dørene op for den første Ole & Steen vest for Atlanten senere i år.

I både USA og Europa er kapitalfondsmarkedet præget af en høj prissætning og heftig aktivitet på M&A-markedet. Det stiller større krav end nogensinde før til, at man som kapitalfondsejer fokuserer på værdiskabelse gennem aktive ledere og engagerede bestyrelsesmedlemmer. Når virksomheder generelt handles højere prismæssigt, stiller det naturligt større krav til professionalismen i ejerskabet for at levere samme høje afkast, lyder det.

”Sofistikeringsgraden af de værktøjer, vi som kapitalfond kan byde ind med, er blevet vigtigere. For Nordic Capitals vedkommende kommer langt størstedelen af værdiskabelsen i virksomhederne fra operationelle forbedringer og langt mindre fra finansiel gearing,” siger Michael Haaning.

Det handler altså om langt mere end at plukke de lavthængende frugter, nedbringe omkostninger og sikre god entry-/exit-timing. At opbygge en bæredygtig forretning kræver driftsindsigt og aktivt engagement, der går langt ind i bestyrelseslokalet, lyder budskabet fra Michael Haaning. Og dette mantra er også kernen i Nordic Capitals investering i Lagkagehuset.

Det er ledelsens fortjeneste, når forretningen kører godt, men samtidig gør vi meget ud af at være en aktiv medspiller.

Michael Haaning
Partner, Nordic Capital

”

Om Nordic Capital

Nordic Capital blev grundlagt i 1989 og er i dag en af Nordens største kapitalfonde. Fonden køber primært store virksomheder i Norden og den tysktalende del af Europa. I Danmark ejer Nordic Capital Bladt Industries, Sport Nordic, Unifeeder og Lagkagehuset.

Nordic Capital har netop lukket sin niende fond med et samlet kapitaltilsagn på 4,3 mia. euro, svarende til 32 mia. kr., med bl.a. ATP, PFA, Novo Holdings A/S, Augustinus Fonden og TryghedsGruppen i investorgruppen.

Family offices vinder frem

Succesrige familieejede virksomheder kan skabe store værdier til deres ejere, og det kommer ofte til udtryk, når virksomhederne sælges eller børsnoteres. For at administrere de værdier, der er blevet skabt, kan der opstå behov for at etablere et "family office". Et family office kan administrere, investere og beskytte de økonomiske midler, som en familie har skabt, og kan også servicere familierne på anden vis.

Både internationalt og i Danmark er der i de seneste år opstået stadig flere family offices, og de er i stigende grad blevet professionaliseret og ligner til en vis grad institutionelle investorer i deres opbygning og funktion.

I Danmark gælder det særlige forhold, at en del familieformuer historisk er blevet placeret i erhvervsdrivende fonde, ofte med et alment sigte. Det skyldes navnlig, at det indtil en lovændring i 1998 kunne svare sig skattemæssigt for ejerfamilier at etablere erhvervsdrivende fonde. Af betydende fonde i Danmark finder vi eksempelvis Carlsberg-fondet, Augustinus Fonden, Lundbeckfonden, Novo Nordisk Fonden, Velux Fonden, diverse Mærsk-fonde og fondene bag Danfoss og Grundfos. I visse tilfælde er det en del af formålsbeskrivelsen, at fondene skal eje hele eller dele af den virksomhed, som de udspringer af. De erhvervsdrivende fonde er omfattet af en særlig lovgivning, som senest blev revideret i 2014, og som stiller særlige krav til deres organisering og ledelse.

I modsætning hertil drives family offices udelukkende ud fra den enkelte families behov og præferencer, og der gælder ingen særlige normer eller regler for, hvordan de er struktureret eller skal drives. Nogle er sparsomt bemandede og fokuserer kun på formueforvaltning, mens andre er større organisationer med en bred palette af funktioner.

Kirk Kapital vil være en intelligent, aktiv minoritetsaktionær

For Kirk Kapital handler det om at tænke i robuste og diversificerede investeringer, som også kan komme fremtidige generationer til gavn. Strategien hviler på kompetence og agilitet, hvor der tilbydes intelligent, aktiv minoritetskapital til mellemstore danske og skandinaviske selskaber.



CEO Kim Gulstad, Kirk Kapital

Udvalgte danske family offices

Family office	Familie	Anslået formue
C.W. Obel	Obel	2,7 mia. kr.
Fayard Holding	Andersen	0,8 mia. kr.
Friheden Invest	Niels Martinsen	2,6 mia. kr.
GSA Invest	Westermann og Tøpholm	1,9 mia. kr.
Jysk Holding	Lars Larsen	11,4 mia. kr.
Kirk Kapital	Kirk Kristiansen II	8,0 mia. kr.
Kirkbi	Kirk Kristiansen	25,4 mia. kr.
Linak Holding	Bent Jensen	4,2 mia. kr.
MTHP	Holch Povlsen	1,5 mia. kr.
NEFO	Enevoldsen	15,0 mia. kr.
Primo Invest og Genau Holding	Grunnet	0,9 mia. kr.
Selfinvest	Torben Østergaard Nielsen	3,5 mia. kr.
T&W Holding	Westermann og Tøpholm	3,9 mia. kr.
TIKA Holding	Preben Nielsen	0,8 mia. kr.

Meget af den kapital, som er tilgængelig i markedet, er fokuseret mod majoritetsposter. Men der er også virksomhedsejere, som har et ønske om at få en minoritetsinvestor ind. Det kan være en familie, der er i gang med et generationsskifte, eller en virksomhed, som har en lidt bredere aktionærkreds, hvor nogle er sælgere, og andre ikke er. Kirk Kapital investerer dog også gerne sammen med kapitalfonde og har allerede engagementer, som er forankret i tæt samarbejde med kapitalfonde.

Vores indgangsvinkel er dog forskellig fra de traditionelle kapitalfondes. Udover et fokus på større minoritetsposter opererer vi med en ejerhorisont på op til f.eks. 50 år. Dermed er investeringsstrategien ikke så risikobetonet, da fokus ikke er på kraftig, kortsigtet indtjeningsløft og snarlig exit.

Kirk Kapital er en engageret investor, som gerne bidrager positivt til udviklingen af de selskaber, vi investerer i gennem bestyrelsesarbejdet – men vi forventer ikke at have bestemmende indflydelse.

Kirk Kapital er ikke bundet af de samme store forpligtelser på balancen som pensionskasserne og har heller ikke tidsbegrænset kapital som kapitalfondene. Det er det, som muliggør vores unikke investeringsstrategi, som der er fuld opbakning fra bestyrelse og aktionærer til at føre ud i livet.

For Kirk Kapital handler det om at tænke i robuste og diversificerede investeringer, som også kan komme fremtidige generationer til gavn.

Kim Gulstad
CEO, Kirk Kapital

”

Om Kirk Kapital

Kirk Kapital har en globalt diversificeret investeringsportefølje på tværs af aktivklasser med ca. 8 mia. kr. under forvaltning. De større enkeltinvesteringer i virksomheder er primært foretaget i Danmark og sekundært i Skandinavien. I Danmark ejer Kirk Kapital bl.a. 25% af Kompan, 48% af PNO, 30% af FMD, 50% af Alliance+ og 34% af Globe-Team. I Sverige ejer Kirk Kapital 28% af TACTON, mens selskabet netop har solgt sin 25% ejerandel i EasyPark. Kirk Kapital har eksponering til en enkelt dansk kapitalfond, men er også investeret i udenlandske fonde. Kirk Kapital blev stiftet i 2007, efter at familien Kirk Johansen blev købt ud af LEGO.

North-East Family Office – et globalt orienteret family office

North-East Family Office (NEFO) blev etableret i 2013 og investerer i dag i næsten alle former for aktiver. NEFO har en global tilgang til investeringer og er derfor ikke i særlig grad fokuseret på det danske marked. Vi er aktivt engageret i Asien, både fordi den økonomiske vækst er højere end i den vestlige verden, og fordi markederne er mindre økonomisk og finansielt udviklede. Det skaber gode investeringsmuligheder, men det stiller også krav til en dybere forståelse af markederne og de risici, der er.



Chief Investment Officer Jan-Ole Hansen, North-East Family Office

Vi adskiller os først og fremmest fra de institutionelle investorer ved vores formål: at servicere vores ejerfamilier, sikre et solidt og tilfredsstillende afkast og gøre størst mulig samfundsmæssig gavn. Vi leverer således fem kerneydelser, nemlig personlig og corporate service, familierådgivning, filantropi og kapitalforvaltning.

Vores mål er at skabe et godt og konkurrencedygtigt afkast uden at løbe for store risici. I det gældende marked og i forhold til den globale inflation svarer det til et afkast på ca. 5%.

Vi investerer i næsten alle former for aktiver, og det sker primært gennem tætte samarbejder med udvalgte managere. Det sker til gengæld kun i begrænset omfang, at vi selv investerer direkte i virksomheder. Vi bruger fonde eller NEFO's egne investeringsenheder – North-East Private Equity Asia, North-East Venture og North-East Health Care.

Når vi overvejer investeringer, ser vi også på de muligheder, der opstår, og hvordan de passer til vores egne kompetencer, tid og omkostninger. Vi indgår gerne i club deals sammen med andre familiekontorer.

Om NEFO

North-East Family Office blev etableret i 2013 af Winnie Liljeborg og Per Algot Enevoldsen, grundlæggerne af det globale smykkemærke Pandora, og forvalter godt 15 mia. kr. NEFO har i dag udviklet sig til en international virksomhed med en filial i Singapore og en række specialiserede datterselskaber, bl.a. inden for private equity- og ventureinvesteringer.

DVCA's retningslinjer

Rapport fra komiteen for god selskabsledelse i kapitalfonde

Overholdelse på kapitalfunds niveau

I år er syv danske kapitalfonde fuldt omfattet af DVCA's retningslinjer for god selskabsledelse og aktivt ejerskab. De syv danske fonde er Axcel, Polaris, Maj Invest Equity, BWB Partners, Capidea, CataCap og VIA equity. Blue Equity er udtrådt af DVCA og indgår derfor ikke i år.

Derudover indgår der en række internationale fonde, som er delvist omfattet af retningslinjerne. Disse omfatter bl.a. EQT, FSN, Nordic Capital, Altor og Advent.

Kontrollen med overholdelse af retningslinjerne på fonds niveau har omfattet en gennemgang af de danske kapitalfondes hjemmesider med henblik på at vurdere, hvorvidt de 15 elementer i anbefalingerne til information

på kapitalfondens hjemmeside er opfyldt. Gennemgangen viste, at alle de danske kapitalfonde efterlever retningslinjerne enten ved at være i "comply" og dermed have informationerne tilgængelige på de danske kapitalfondes hjemmesider pr. 13. juni 2018 eller ved at forklare ("explain"), hvorfor enkelte oplysninger er undladt.

Derudover har kapitalfondene indrapporteret en vurdering af, hvorvidt de mener, at retningslinjernes krav til kommunikation med interessenter ved køb og salg af virksomheden, til kommunikation med investorerne samt relationer til industrielt netværk er efterlevet. Resultatet heraf er positivt, idet fondene vurderer, at de i meget høj grad har levet op til retningslinjerne.

Nedenstående skema viser overholdelse af retningslinjerne på de enkelte områder for danske kapitalfonde:

Forhold vedr. managementselskabet

1. Bekræftelse af, at kapitalfonden som helhed efterlever DVCA's retningslinjer på kapitalfunds niveau – enten i form af "comply" eller "explain". En evt. afvigelse skal begrundes.	100% comply
2. Beskrivelse af managementselskabets historie, antal investeringsfonde under forvaltning, summen af kapitaltilsagn i aktive investeringsfonde.	100% comply
3. Beskrivelse af managementselskabets team opdelt på investeringsteam, risikostyring, administration mv. Hvis selskabet har en bestyrelse, skal medlemmernes navn og stilling fremgå.	100% comply
4. Oplysning om managementselskabets status under Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, herunder om selskabet har: • Tilladelse – og dermed er fuldt omfattet af FAIF-loven og tilsyn • Registrering – og dermed kun er begrænset omfattet af FAIF-loven	100% comply
5. Overordnet beskrivelse af managementselskabets arbejdsmetoder i forhold til opkøb og udvikling af virksomheder.	100% comply
6. Overordnet beskrivelse af managementselskabets investeringspolitikker i forhold til CSR og etik. Beskrivelsen kan være en henvisning til efterlevelse af Global Compact, PRI el.lign.	100% comply
7. Tilgængelig pressekontakt hos managementselskabet.	Kontaktinfo fremgår
8. Mulighed for at downloade managementselskabets regnskab.	100% comply

Forhold vedrørende investeringsfonden:

9. Oplisting af investeringskriterier i den enkelte investeringsfond, herunder: a. Geografisk fokusområde b. Størrelsesniveau af virksomheder i investeringsfokus målt på enterprise value	100% comply
10. Oplisting af navnene på investorerne i den enkelte investeringsfond samt den procentvise fordeling af investorer på type og land. Opdelingen kunne med fordel være: · Danske pensions-selskaber · Øvrige danske finansielle investorer · Danske familiefonde/-formuer · Øvrige danske investorer · Udenlandske finansielle investorer · Øvrige udenlandske investorer	Investorer fremgår i grupper og for visse fonde med konkrete navne
11. Beskrivelse af medinvesteringsprogrammet (herunder carried interest) for den enkelte investeringsfond, hvis det afviger væsentligt fra det markedskonforme.	100% comply
12. Information om, hvorvidt den enkelte investeringsfond er omfattet af FAIF-loven og dermed bl.a. har en depositar tilknyttet.	100% comply
13. Mulighed for at downloade årsrapporten for den enkelte investeringsfond på hjemmesiden.	100% comply eller explain

Forhold vedrørende porteføljevirkomhederne:

14. Beskrivelse af den enkelte investeringsfonds porteføljevirkomheder med angivelse af: · Geografisk placering af hovedkontor · Branche (industri, service, teknologi, IT, detail, etc.) · Ansvarlig investeringspartner hos managementselskabet og henvisning til virksomhedernes hjemmeside · Årlig redegørelse på overordnet niveau om udviklingen i det enkelte porteføljeselskab, suppleret med nøgletal for virksomheden	100% comply
15. Mulighed for at downloade en årsrapport fra porteføljeselskaberne (eventuelt som et link til porteføljeselskabets hjemmeside).	Mulighed for download eller link til hjemmeside

Overordnet set er det komiteens konklusion, at de danske kapitalfonde lever op til DVCA's retningslinjer enten i form af comply eller explain.

Overholdelse på virksomhedsniveau

Der indgår 50 virksomheder i undersøgelsen i år mod 52 sidste år.

Deloitte har kontrolleret, at virksomhedernes indrapportering af nøgletal og compliance er i overensstemmelse med de aflagte årsrapporter og oplysninger på hjemmesiderne. Resultatet af vores undersøgelse viser, at de indtastede svar i al væsentlighed er korrekte.

Årets undersøgelse viser, at den samlede efterlevelse af retningslinjerne omkring oplysninger i porteføljeselskabernes årsrapporter fortsat ligger i niveauet 75-80%, som det har gjort i alle årene, hvilket komiteen som udgangspunkt betragter som tilfredsstillende. Efterlevelsen i 2017 er dog faldet marginalt fra 78% i 2016 til 76% i 2017, hvilket komiteen naturligvis ikke kan betragte som en tilfredsstillende

udvikling. Historisk har vi oplevet, at det typisk tager 1-2 år, før nye medlemmer har indarbejdet anbefalingerne fuldt ud i årsrapporten og de årlige rutiner i bl.a. revisionsudvalget. Det er således fortsat komiteens vurdering, at kapitalfondene og deres virksomheder generelt har skarpt fokus på efterlevelse af DVCA's retningslinjer.

Samfundsansvar

DVCA's retningslinjer anbefaler, at kapitalfondsejede virksomheder vedtager politikker for samfundsansvar.

Hvis anbefalingen følges, medfører dette, at virksomhederne i henhold til årsregnskabslovens § 99a ligeledes i årsrapporten eller på hjemmesiden skal redegøre for, hvorledes virksomheden omsætter politikkerne til handling, samt give en vurdering af effekten heraf.

OVERHOLDELSE AF RETNINGSLINJERNE I PORTEFØLJESELSKABERNES ÅRSRAPPORTER

2017	2016	2015	
76%	78%	76%	Samlet efterlevelse (inkl. forhold vedr. risikostyring og intern kontrol)
84%	92%	90%	Positivt nævnt i ledelsesberetningen, at selskabet er omfattet af retningslinjerne.
69%	82%	80%	Henvielse i ledelsesberetningen til DVCA's hjemmeside.
69%	72%	69%	Årsrapport tilgængelig på virksomhedens hjemmeside umiddelbart efter offentliggørelsen.
91%	93%	88%	Oplysning om finansielle og øvrige risici vedrørende kapitalstruktur.
80%	73%	76%	Oplysninger om medarbejderforhold, herunder antal ansatte primo og ultimo året samt nyansættelser og afskedigelser i regnskabsåret.
64%	61%	54%	Corporate Governance, herunder: • Oplysning om, hvilken kapitalfond der ejer virksomheden og med hvilken ejerandel. • Oplysning om, hvem de enkelte medlemmer i det øverste ledelsesorgan (bestyrelsen) er indstillet af. • Oplysning om det enkelte bestyrelsesmedlems aktuelle stilling. • Oplysning om det enkelte bestyrelsesmedlems øvrige ledelseshverv, herunder poster i direktioner, bestyrelser og tilsynsråd, inklusive ledelsesudvalg, i danske og udenlandske virksomheder samt krævende organisationsopgaver. • Oplysning om det øverste ledelsesorgans arbejde (antal bestyrelsesmøder, brug af bestyrelsesudvalg mv.). • 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.

Selvurderingen har vist, at 80% af selskaberne har taget initiativ til at vedtage et sæt politikker for samfundsansvar mod 78% sidste år. Det er komiteens konklusion, at der også på dette område er en flot efterlevelse.

Ledelsesudvalg

Det anbefales, at virksomhederne etablerer et revisionsudvalg, som enten varetages af et underudvalg til bestyrelsen eller den samlede bestyrelse. Ca. 50% af virksomhederne har valgt at etablere et revisionsudvalg – enten i form af den samlede bestyrelse eller et decideret underudvalg til bestyrelsen. Dette er en stigning på 10% i forhold til tidligere år.

Risikostyring og intern kontrol

Det anbefales, at virksomhederne integrerer risikostyring i det øverste ledelsesorgan og implementerer interne kontroller til imødegåelse af de væsentligste risici. Derudover

anbefales det, at virksomhederne rapporterer herom i årsrapporten. Det fremgår af nedenstående tabel, at efterlevelsen omkring implementering af procedurer i virksomhederne og intern ledelsesrapportering om risikostyring fortsat ligger på et meget flot niveau.






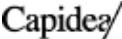















Retningslinjerne blev opdateret for tre år siden, og i den forbindelse blev der indarbejdet en anbefaling om, at bestyrelserne i de kapitalfondsejede virksomheder skal tage stilling til, om der skal etableres en whistleblowerordning med henblik på at give mulighed for en hensigtsmæssig og fortrolig rapportering af alvorlige forseelser eller mistanke herom. De indrapporterede data viser, at 54% af selskaberne har taget stilling hertil, hvilket er en stigning fra 40%.

Samlet vurderer komiteen, at der generelt er skarpt fokus på risikostyring og forbedring af det interne kontrolmiljø i porteføljeselskaberne, hvilket er meget tilfredsstillende.

ANBEFALINGER OM PROCESSER OG ÅBENHED FOR RISIKOSTYRING

2017	2016	2015	
90%	93%	96%	Det centrale ledelsesorgan identificerer mindst én gang årligt de væsentligste forretningsmæssige risici, der er forbundet med realiseringen af selskabets strategi og overordnede mål, samt risici i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.
90%	80%	88%	Det centrale ledelsesorgan rapporterer løbende til det øverste ledelsesorgan om udviklingen inden for de væsentlige risikoområder og overholdelsen af eventuelle vedtagne politikker, rammer mv. med henblik på, at det øverste ledelsesorgan kan følge udviklingen og træffe de nødvendige beslutninger.

Kapitalfonde omfattet af retningslinjerne

	Kapital under forvaltning (mia. kr.)	Antal danske investeringer	Afhændede virksomheder	Omsætning i 2017 (mia. kr.)	Fondens stiftelsessted	Ledende partner i DK
 Adelis Equity	7,5	4	1	0,9	Sverige	Steffen Thomsen
 Advent International	197,8	3	2	15,4	USA	Thomas Joachim Hansen
 Altor	43,2	5	6	14,8	Sverige	Søren Johansen
 AXCEL	11,2	9	39	6,4*	Danmark	Christian Schmidt-Jacobsen
 BWB PARTNERS	2,3	10	7	4,3	Danmark	Jacob Bergenholtz
 Capidea	2,3	9	8	0,8*	Danmark	Erik Balleby Jensen
 CATACAP	1,1	8	0	4,5	Danmark	Vilhelm Hahn-Petersen Jens Hahn-Petersen Peter Ryttergaard Rasmus Lokvig
 CVC Capital Partners	319,5	0	5	0	Storbritannien	Christoffer Sjøqvist
 EQT	318,5	8	15	12,1	Sverige	Mads Ditlevsen
 FSN CAPITAL	15,8	5	3	6,3	Norge	Thomas Broe-Andersen
 Glenmark	256,0	4	1	4,9*	USA	Michael Bruun
 GROCAPITAL	1,0	5	0	0,6*	Danmark	Lars Dybkjær
 Investment Partners	44,5	2	6	1,1*	Storbritannien	Thomas Klitbo
 MAJ INVEST EQUITY	4,3	12	55	4,5*	Danmark	Erik Holm
 Montagu PARTNERS	29,8	2	3	0,5*	Storbritannien	Sophie Hoas
 NORDIC CAPITAL	74,3	4	7	9,2	Sverige	Lars Terney Michael Haaning
 POLARIS	7,5	9	14	6,3	Danmark	Jan Johan Kühl
 silverfleet capital	11,9	2	1	0,9	Storbritannien	Karl Eidem
 Triton	29,7	2	0	2,6	Storbritannien	Oscar Mosgaard Urich Witt
 verdane	8,9	4	2	0,9*	Danmark	Pål Malmros
 VIA equity	3,0	8	7	1,4*	Danmark	John Helmsøe-Zinck
 WATERLAND	44,7	0	0	0	Holland	Kaspar Kristiansen

* Blanding af omsætning og bruttofortjeneste.

Note: Omsætningstal er baseret på senest offentliggjorte årsregnskaber.

Brancheorganisation for venture- og kapitalfonde samt business angels

DVCA er brancheorganisation for en bred vifte af investorer i Danmark og fokuserer på, at Danmark skal placere sig endnu stærkere som attraktivt investeringsland – nationalt og globalt.

Mere end 250 medlemmer

Foreningens mere end 250 medlemmer repræsenterer hele investeringskæden fra individuelle business angels over ventureselskaber og kapitalfonde til institutionelle investorer samt associerede medlemmer.

Mange års erfaring

DVCA er stiftet i år 2000 og har kontorer i Christian IV's børsbygning over for Christiansborg.