

Et opråb til dansk erhvervsliv og bestyrelserne	4	Storinvestorer angriber overkapitalisering	37
ATP holder igen med private equity	5	Private Equity-fonde kun lige startet	38
PE-fonde har succes på "dygtigere ledelse"	6	Dyremose - Danmarks bedst betalte lobbyist	39
Topdirektører ringer selv til PE-fonde	7	Bestyrelsesberedskab ved opkøbsforsøg	40
ATP PEP går efter "åbne" kapitalfonde	8	Når topchefen fratræder	41
Private Equity-fonde kun lige startet	9	Stop klynkeriet og kom igang	42
Hvorfor er kapitalfonde bedre ejere?	10		
Investorer kritiske overfor venturebranchen	11		
Sådan vurderes risikoen for bestyrelsesansvar	12		
Giv de private aktieinvestorer "et godt tilbud"	13		
Generationsskifte udløste strategisk nytænkning	14		
Guide: Forsikring ved virksomhedskøb	15		
Kapitalfonde bag TDC åbner for dialog	16		
Kapitalfonde vinder på aktivt ejerskab	17		
Governance nyt salgsbudskab ved fusioner	18		
Bestyrelsesformænd bekymrede over PE-fonde	19		
Kapitalfondenes hemmelige opskrift	20		
Unoterede selskaber har behov for anbefalinger	21		
Tvivel om direktørens interesse ved virksomhedssalg	22		
Mange vindere på opkøbet af ISS	23		
Corporate governance - mere proces end kontrol	24		
Den islandske forretningsmodel	25		
Kapitalfonde appellerer til topchefens griskhed	26		
Kapitalfonde går efter toplinevækst	27		
Hedgefonde med resultatløn viser vejen	28		
Ødelægger informationskrav børsmarkedet?	29		
Udsigt til styrket venturekapital-marked	30		
Kapitalfonde sætter børsspilleregler skakmat	31		
Thorleif Krarup: Positivt med kapitalfonde	32		
Derfor kommer der flere opkøb	33		
Formænd: Kapitalfonde betaler bedre	34		
Voldsomt pres på TDCs bestyrelse	35		
Presset på danske bestyrelser øges	36		

Et opråb til dansk erhvervsliv og bestyrelserne

Efter kapitalfondene for alvor har gjort deres indtog i dansk erhvervsliv, gennem opkøb af blandt andet børsnoterede selskaber som TDC, ISS og Falck, er den offentlige debat om konsekvenserne taget til: Hvad betyder det nye ejerskab for de opkøbte selskaber, deres medarbejdere, den generelle erhvervsudvikling og samfundet.

Der har været mange synspunkter om kapitalfondene, både for og imod. Ugebrev for Bestyrelser har gennem det seneste år forsøgt at afdække de forskellige synspunkter og grave os ind bag argumenterne. Vi har bragt interviews med top-erhvervsledere, refereret udenlandske undersøgelser, snakket med kapitalfondene og beskrevet deres adfærd.

Vi har forsøgt at beskrive brikkerne til et stort puslespil, som vores læsere selv har fået lov til at lægge. Alt efter ens fokus kan man komme frem til forskellige synspunkter om kapitalfondene – og om, hvorvidt de er samfundsgavnige eller samfundsskadelige.

Vores egen bundlinie er, at kapitalfondenes tænkning kommer til gavne videreudviklingen af dansk erhvervsliv. Ikke dermed sagt at alle kapitalfondene er fantastiske og dygtige. Men de har flyttet på nogle erkendelser, som antageligt vil påvirke brede dele af dansk og internationalt erhvervsliv de kommende år.

Kapitalfondene har givet nogle gode logiske opskrifter, som andre virksomheder uden tvivl kan lære af: For det første fokuserer de benhårdt på aktivt ejerskab ved at deltage i selskabernes udvikling som meget aktive og engagerede ejere. På dette punkt dumper de hjemlige institutionelle investorer. For det andet sætter de knivskarpe

funktionelle kompetencer ind i bestyrelserne, herunder internationale topfolk med branchekendskab, finansfolk med indsigt i corporate finance og salgsfolk med indsigt i internationale markeder. Også på dette punkt halter mange danske selskaber bagefter. For det tredje gør de bestyrelse og direktion til medejere ved at lade dem investere egne private penge – i stedet for at give dem aktieoptioner, hvor gevinsten mest afhænger af tilfældige udsving på det generelle aktiemarked.

Opskriften er konsekvens af aktivt ejerskab. Og det rejser spørgsmålet: Hvor er de institutionelle investorer henne? De kunne agere overfor de børsnoterede selskaber, ligesom kapitalfondene gør. Det er tankevækkende, at pensionskasserne heller vil gemme sig bag kapitalfondene – frem for selv at arbejde som aktive ejere. Det er også tankevækkende, at pensionskasserne ved at agere som passive ejere – gør selskaberne ekstra sårbare over for kapitalfondenes aggressive opkøb.

I længden kan kapitalfondene sikre virksomhederne en sund og stærk udvikling, hvis kapitalfondenes nålestribe finansfolk altså er dygtige og evner også at fokusere på selskabets langsigtede udvikling. Det vil være sund logik, da selskabet engang skal sælges videre.

Problemet opstår, hvis kapitalfondens finansfolk ikke er dygtige og derved henfalder til hurtige løsninger, så som at skære i virksomhedens langsigtede livsnerve, nemlig forskning og udvikling, eller hvis ejerne splitter virksomheden op i atomer – som en nødløsning – for virksomheden bliver misrygtet under et udygtigt lederskab. Derfor kan kapitalfonde både gøre gavn og skade.

Om Ugebrev for Bestyrelser:

Ugebrev for Bestyrelser henvender til bestyrelsesmedlemmer og deres rådgivere, samt direktører, som gerne vil informeres om nye tendenser inden for praktisk bestyrelsesarbejde og samarbejdet mellem direktion og bestyrelse. Der er i disse år stigende fokus på bestyrelsens rolle og måde at arbejde på. Normen for "godt" bestyrelsesarbejde er under hastig forandring. Bestyrelserne bliver mere aktive, engagerede og får dermed også et større ansvar. Det har samtidig skærpet bestyrelsesansvaret. Ugebrevet dækker de vigtigste problemstillinger på bestyrelsens aktuelle dagsorden. Fornyelse og nytænkning i bestyrelserne afgør på sigt virksomhedernes konkurrenceevne. I dagens

erhvervsliv sker forandringerne stadig hurtigere, og bestyrelserne får stadig større ansvar. Det stiller stigende krav til de enkelte bestyrelsesmedlemmer og bestyrelsens handlekraft.

Ugebrev for Bestyrelser går i dybden med de vigtigste dagsordener. Vi formidler synspunkter fra erfarne bestyrelsesformænd, topchefer og eksperter. Vi beskriver gennem konkrete virksomhedscases nytænkning i bestyrelsesarbejdet. Vi behandler selskabernes eksterne kommunikation, dvs. finansiel og ikke-finansiel information, investor relations og corporate governance. Endelig følger vi løbende den internationale debat og beskriver ny praksis inden for bestyrelsesverdenen.

ATP holder igen med private equity

I ATPs private equity fond, ATP PEP, vil holde lidt igen med nye investeringer i andre private equity-fonde, da markedet p.t. ser ud til at være overoplyst. ATP PEP fik ellers tilført nye knap 8 mia. kr. for ganske nylig til en ny fond, ATP Private Equity Partners II.

Til maj-udgaven af det internationale tidsskrift, Private Equity International, siger ledende partner, Jens Bisgaard-Frantzen, at fonden har mere fokus på at skaffe det bedst mulige afkast på investeringerne end at få pengene hurtigt placeret. Overfor Ugebrev for Bestyrelser uddyber han udtalelsen:

"Givet hvad der sker på markedet for private equity i dag, vil vi fremover være mere konservative end tidligere og muligvis reducere tempoet i vores nyinvesteringer. Fundraising-markedet til nye fonde er meget hot. Og det betyder, at fonde, som havde svært ved at rejse kapital for et år siden, i dag meget lettere kan få den. Vi trækker derfor følehornene lidt til os."

Bisgaard-Frantzen siger, at ATP vil være tilbageholdende med at investere i de nye meget store private equity-fonde. Eksempelvis har en amerikansk megafond fornylig fået nytegnet en fond med ca. 70 mia. kr. i investeringskapital.

"Med så stor en kapital, vil det blive vanskeligere at fastholde den tidligere strategi omkring nyinvesteringer, fordi det bliver svært at finde investeringer, som er ligeså attraktive. Det gør os lidt bekymrede," siger han.

Endvidere har ATP PEP studeret de historiske mønstre omkring fundraising aktivitet og privat equity-fondenes afkast. Ifølge Bisgaard-Frantzen er der en klar sammenhæng på den måde, at der i gennemsnit er lavere afkast på private equity-investeringer i perioder med høj fundraising-aktivitet, d.v.s. perioder, hvor pengene strømmer ind i fondene.

Han lægger samtidig vægt på, at der er tendenser til stramning af finansieringsvilkår for erhvervsvirksomheder på andre områder. Blandt andet er bankerne begyndt at holde mere igen ved den slags transaktioner.

Større usikkerhed hos investorerne

Og den effektive rente på markedet for erhvervsobligationer er også generelt begyndt at stige, hvilket afspejler øget usikkerhed hos investorerne. Det er blandt andet resultatet af nedgrade-

ringer af kreditværdigheden af erhvervsobligationer udstedt af General Motors og Ford.

"Investorerne er blevet mere forsigtige med erhvervsobligationer. Vi ser risiko for, at der er ved at udvikle sig en finansieringsboble. Derfor forsøger vi at gå uden om private equity-fonde med en meget høj andel af fremmedkapital, altså hvor der sker en stor gearing af den indskudte egenkapital. Vi er ikke indstillet på at tage større risici ved at vælge en svag kapitalisering af det opkøbte selskab," siger han.

Markant ændring de seneste år

Markedet for private equity har imidlertid ændret sig markant de seneste år. Denne industri er p.t. midt i det største fundraising boom nogensinde.

Investorerne står i kø for at få lov til at deltage i de private equity-fonde, som historisk har vist de bedste afkastresultater, og som har den mest overbevisende investeringsstrategi. Det har samtidig udløst benhård konkurrence mellem investorerne for at få lov til at indskyde kapital i de "bedste" private equity-fonde.

ATP har en langsigtet målsætning om at investere op mod 10 procent i private equity af den samlede aktivmasse i den danske lønmodtagerfond. Det svarer til 30-40 mia. kr. Indtil videre er der givet tilsagn til ATP PEP på ca. 17 mia. kr. hvor den første fond var på 7,5 mia. kr.

29 procent af kapitalen i fond 1 er i dag trukket, men der er givet tilsagn om investering af 85 procent af kapitalen. Penge er placeret i 23 buy out-fonde og venture fonde, bl.a. EQT 4, Nordic Capital Fund 5, Nordic Venture Partners 2 og Polaris Equity Partners 2. Hertil kommer to direkte investeringer, dels i den engelske bingogruppe, Gala, og dels i tidligere børsnoterede Falck sammen med Nordic Capital.

ATP Private Equity er med et samlet kapitalindskud på 17 mia. kr. blandt de fem største europæiske investorer i private equity-fonde.

På sigt planlægges det at udbygge organisationen yderligere, og organisationen er udbygget markant de seneste år.

Alle medarbejdere har selv investeret i selskabet, og de er derfor medejere. ATP havde sidste år administrationsomkostninger på 0,2 procent af den investerede kapital, hvilke ligger i den billige ende af private equity-industrien.

PE-fonde har succes på "dygtigere ledelse"

I denne analyse gennemgår en af private equity-industriens pionerer, Henry R. Kravis fra Kohlberg Kravis Roberts & Co., udviklingen inden for private equity de seneste 30 år, samt særken-derne ved dagens PE-industri.

Han fortæller om, hvordan private equity fondene skaber merværdi til de nye aktionærer. Han pointerer, at det ikke kun er et spørgsmål om finansiel gearing af den kapital, der lægges som egenkapital til at finansiere opkøbet.

Analysen er baseret på en artikel i den seneste udgave af det anerkendte tidsskrift „*The Corporate Board*“ med overskriften „*The Evolution of Private Equity ownership*.“ Artiklen i dette tidsskrift bygger på et foredrag, som blev holdt på årsmødet for foreningen *The Private Equity Analyst*, og som kan findes på www.kkr.com.

Før vi springer tilbage i tiden, gennemgår vi Kravis' analyse af de aktuelle forhold for private equity-fondene, og hans syn på de vigtigste succesparametre. Men det skal dog lige nævnes, at det for 30 år siden var meget lettere at tjene penge på private equity-investeringer. Det var simpelthen ikke så vanskeligt at finde selskaber, som ikke var veldrevne.

Det er sværere i dag, selvom det stadig kan lade sig gøre. Der skal bare arbejdes meget hårdere med de nyindkøbte selskaber, før der er skabt de forventede merværdier, hedder det.

„*There are more transparency in business, so it is extremely hard to find a hidden jewel,*“ skriver han.

Hans budskab er, at private equity tjener penge, fordi man forbedrer forretningen, og fordi man udnytter de finansielle ressourcer i det opkøbte selskab bedre. For 30 år siden lå det største arbejde for private equity fondene i arbejdet inden selve opkøbet. I dag ligger langt det største arbejde efter handlen er afsluttet, siger han.

Tre forudsætninger for succes

Henry R. Kravis fremhæver særligt tre forhold, som er afgørende for fondens succes med at skabe merværdier:

For det første er det helt afgørende, at den eksisterende daglige ledelse bliver gjort til betydende medejere. Som et eksempel henviser han til ledelsen i et amerikansk olieselskab, som tilbage i 1980 anbefalede at anvende 100 mio. USD på olieeftersforskning. Private equity-folkene sagde til dem, at ledelsen jo nu ejede 10 procent af

selskabet, og at det betød, at ledelsen derfor satsede 10 mio. USD af deres private penge på projektet. „*Suddenly, management decided to reconsider the budget. One month later, the exploration budget had been cut in half,*“ skriver han.

Budskabet er selvfølgelig, at den daglige ledelse har en helt anden grundighed og opmærksomhed omkring selskabets udvikling, når deres egne penge står på spil. I dag har mange amerikanske selskaber derfor også medejerskab af den daglige ledelse. Denne udvikling skyldes ikke mindst de erfaringer, private equity-fondene har høstet med at gøre den daglige ledelse til medejere.

For det andet er private equity-folkenes tilstedeværelse i de opkøbte selskabers bestyrelser også afgørende, hedder det. Dette bestyrelsesarbejde ligner dog på ingen måde det traditionelle bestyrelsesarbejde, da bestyrelsesmedlemmerne nærmest på dag-til-dag basis følger med i selskabets udvikling. „*We are shareholders and guardians of our parters limited capital,*“ skriver han.

Med andre ord er hans budskab, at bestyrelsen arbejder sig dybt ind i forretningen for at få en præcis forståelse af den: Det omfatter dybdegående analyser af ikke kun selve den købte virksomhed, men også af konkurrenter og af den specifikke industris særlige dynamikker.

Det betones, at bestyrelsesmøderne er interaktive diskussioner og ikke afrapportering til passive og venlige bestyrelsesmedlemmer. Alle beslutninger bliver taget med den intension at skabe værdi for aktionærerne. Til gengæld er fondens holdning til corporate governance selektiv, som det formuleres.

Kravis påpeger, at de seneste 25 års erhvervsskandaler aldrig er forekommet i private equity-ejede selskaber. Selvfølgelig er selskaber i dette ejerskab blevet en fiasko, men det skyldes forretningsmæssige dispositioner.

Han mener, at Sarbanes-Oxley er en positiv ny-skabelse. Men han mener også, at selskabernes ledelser er blevet mindre risikovillige og konservative. Samtidig anvender bestyrelser og ledelser enorme mængder tid på formelle processer i stedet for strategisk tænkning og udvikling af selskabet. Og det ser Kravis som en oplagt mulighed for private equity-industrien, da det kan frigøre ledelsesressourcer.

Vi fortsætter i næste udgave af Ugebrev for Bestyrelser med referatet af Henry R. Kravis' foredrag, hvor også det tredje punkt gennemgås.