

28. juni 2008

AXCEL

Sankt Annæ Plads 10
1250 København K
axcel@axcel.dk
www.axcel.dk

Side 1/4

10 værktøjer til aktivt ejerskab



Kronik i Politiken fredag den 27.
juni 2008

Af Christian Frigast

I dag offentliggør DVCA retningslinjer for hvordan kapitalfonde skal kommunikere overfor offentligheden og agere for medarbejderne i de virksomheder, som de ejer. Det sker for at udrydde myterne om, at kapitalfonde hverken betaler skat, eller behandler medarbejderne ordentligt.

Den 30. november 2005 fremsatte NTC, der består af 5 af verdens største kapitalfonde, sit købstilbud på TDC. Det var en skelsættende dag i dansk industrihistorie, og en dag, der for en periode skulle medvirke til at forme danskernes syn på kapitalfonde. Dengang i 2005 vidste de fleste godt hvad en kapitalfond var, for store virksomheder som ISS og Falck var allerede blevet overtaget af kapitalfonde. Men ingen havde forudset en handel af denne størrelse, for vi taler om et beløb på næsten 100 mia kroner. Selv i globalt perspektiv er det en meget stor handel, og det var grunden til, at der måtte hele fem meget store fonde til at finansiere opkøbet. Handler af TDC's størrelse vil vi dog næppe se igen foreløbig, det har kreditkrisen foreløbig sat en stopper for.

TDC-sagen var imidlertid med til at kaste lys på en ejerskabsmodel, som er vokset kraftigt i omfang i de senere år. I Danmark regner man med, at ca. 4 pct. af arbejdsstyrken i den private sektor arbejder i virksomheder ejet af kapitalfonde, og dette tal vil sandsynligvis vokse fremover.

Det sidste opkøb er således langt fra set endnu. Danske kapitalfonde har mere end 40 mia. kroner at købe for, og udenlandske fonde langt større beløb. Og nye fonde bliver hele tiden rejst. Det giver bl.a. mulighed for at mange ejerledere kan gennemføre et påkrævet generationsskifte, og derfor bliver kapitalfonde normalt modtaget med kyshånd af de fleste virksomhedsejere. Ofte er alternativet for virksomhedsejeren at sælge til konkurrenten, men kapitalfonde har gjort det muligt at sikre både fornyelse og konkurrence til gavn for den generelle velstand i samfundet.

Siden starten af 90'erne år har kapitalfonde, der opererer i Danmark opkøbt over 300 virksomheder. Det er normalt modne virksomheder med en solid platform på det marked, hvor de befinder sig. Men de kan tilføres noget ekstra, der kan gøre dem endnu mere beredt på udfordringer, som kommer fra de sceneskift, vi har oplevet gennem globalisering og nye teknologier. Udfordringer, der kan gøre det nødvendigt ikke blot med ny kapital, men også den industrielle indsigt, som kapitalfonde ofte har til deres rådighed.

Man kan groft opdele de virksomheder, som kapitalfonde opkøber i to grupper. Den ene gruppe virksomheder ønsker man at få til at vokse, hvilket både kan ske gennem opkøb og organisk vækst. Et godt eksempel herpå er ISS, som er vokset betydeligt i løbet af de to år, hvor kapitalfonden EQT har været ejer af virksomheden.

Den anden gruppe virksomheder har brug for restrukturering. Det kan være, at virksomheden skal fokusere sin indsats, og dermed skille sig af med bestemte forretningsområder. Det kan også være, at der brug for andre radikale tiltag for at forbedre virksomhedens konkurrenceevne. Det er navnlig i forbindelse med kapitalfondens opkøb af denne type virksomheder, at der kan opstå usikkerhed blandt medarbejdere og det omkringliggende samfund om, hvad fremtiden vil bringe. Her har vi som ejere af virksomhederne et ansvar, hvor vi hidtil ikke har været gode nok til at forklare os. For i takt med, at kapitalfonde spiller en større rolle i erhvervslivet, øges også vores samfundsmæssige ansvar, og det stiller krav til åbenhed. Samtidig har kapitalfonde, investorer og det øvrige samfund en fælles interesse i, at de selskaber, som kapitalfondene ejer, er konkurrencedygtige på et bæredygtigt grundlag.

I den kapitalfond jeg står i spidsen for - Axcel - kan jeg nævne to gode eksempler på hvordan vores investeringer har båret frugt for både medarbejdere, investorer og det omkringliggende samfund. Løgstør Rør blev købt af os og en anden dansk kapitalfond, Polaris, i en situation, hvor virksomheden var ved at gå ned med flaget. Efter nogle hårde år fik vi bragt virksomheden på fode, så den i dag er markedsledende og tjener penge. Et andet eksempel er dørvirksomheden Vest-Wood, som vi ligeledes ejede sammen med Polaris i en årrække. Vi fik konsolideret virksomheden og gjort den til Europas største dørproducent, og derfor er den i dag en succesfuld virksomhed med 4.200 medarbejdere. Før vi kom til, var der ca 2.600.

En vigtig årsag til, at vi fik udviklet begge virksomheder var, at vi havde ”tålmodige penge”, i form af langsigtede investorer, der kunne vente på at succesen meldte sig. Hertil kommer, at vi formåede at tilføre en ledelsesmæssig kompetence, som var savnet, indtil vi kom til.

Historier som disse skal vi være bedre til at fortælle. Og vi skal i det hele taget bedre kunne forklare hvordan vi skaber værdi, om hvilke risici vi løber, og også hvad vi betaler i skat.

Kravet om øget åbenhed i kapitalfonde er i øvrigt et internationalt fænomen. I London har Walker Working Group i november 2007 således udarbejdet retningslinjer for kapitalfonde, der opererer i Storbritannien. Disse retningslinjer har allerede fået betydning for alle kapitalfonde i Europa, fordi London er et globalt finanscentrum. I international sammenhæng er Danmark en lille aktør, og derfor kan vi ikke lave danske retningslinjer uden at skele til udviklingen på den internationale scene.

Det er baggrunden for at brancheforeningen DVCA (Dansk Venture og Private Equity Association) har udviklet et sæt retningslinjer for, hvordan fonde og deres virksomheder bør arbejde og rapportere. DVCA's hensigt med retningslinjerne er at skabe en konkret og letforståelig ramme om kapitalfondenes arbejde, som kan være med til at tilvejebringe et positivt grundlag for fondenes virke i offentligheden.

For at forstå hvad det er vi vil, er det nødvendigt kort at forklare hvad en kapitalfond egentlig er:

- En kapitalfond er en professionel investeringsenhed, hvor en række investorer – typisk pensionskasser, finansielle institutioner samt større virksomheder – foretager investeringer i opkøbsmodne virksomheder via et managementselskab, som rådgiver i forbindelse med investeringer i virksomheder, der matcher de kriterier, som investorerne og fonden har aftalt.
- Kapitalfonden udøver aktivt ejerskab på vegne af investorerne og udvikler virksomhederne med henblik på at øge deres værdi. Aktivt ejerskab betyder, at fonden, ud over at stille kapital til rådighed, samarbejder aktivt med virksomhedens bestyrelse og ledelse om virksomhedens udvikling.
- Den typiske investeringshorisont for investorer, som investerer i kapitalfonde, er 10–12 år. I løbet af denne periode bruger fondene tiden på at finde de rigtige selskaber at investere i, og herefter bruges den resterende tid på at udvikle og senere sælge selskaberne. Det er kendetegnende for kapitalfondens investeringer i virksomheder, at der ved finansieringen af købet indskydes en kombination af egen- og lånekapital, og at en kreds af nøglemedarbejdere bliver medejere af virksomheden sammen med kapitalfonden.

Der har været mange myter om hvordan kapitalfonde konkret skaber værdi, og derfor vil jeg i det følgende give 10 konkrete eksempler på hvorfor og hvordan værdierne skabes:

1. Fordi der er forskel på ejere (investorer) med hensyn til kapitaladgang, kompetencer og engagement, vil et skift i ejerskabet undertiden kunne øge virksomhedens indtjening og dermed dens værdi for ejerne. Kapitalfonde vil altid have en meget konkret ide med at overtage ejerskabet af en virksomhed. Der gøres et stort arbejde for at udvælge de rigtige virksomheder, ligesom der også gøres en stor indsats for at finde den rigtige køber, når den tid kommer.
2. Kapitalfondene udøver deres ejerskab gennem direkte kontakt med virksomheden, frem for en mere distant rolle som investorer. Det indebærer, at fondenes ledelse føler et personligt ejerskab til virksomheden, og at repræsentanter fra fondene ofte sidder i virksomhedernes bestyrelser. Ejerskabet udøves også gennem hyppig kontakt til virksomhed uden for bestyrelsesmøderne – eksempelvis når der skal tilføres yderligere kapital til investeringer, eller ved andre strategiske beslutninger.
3. En naturlig følge af kapitalfondsejerskab er, at virksomhedens målsætning kommer til at ligge fast. Hvor aktionærer i en børsnoteret virksomhed eller i en familievirksomhed kan have mange forskellige målsætninger med hensyn til tidshorisont, ikke-finansielle mål, stakeholderinteresser m.v. kan ledelsen i en kapitalfondsejet virksomhed fokusere på at skabe mest mulig værdi for sine investorer. Det er imidlertid vigtigt at holde sig for øje, at den kloge kapitalfond er opmærksom på, at det netop er gennem hensynet til sine interessenter, at der kan skabes mest mulig værdi.
4. Ved kapitalfondsovertagelse undgår man såkaldte ”free rider problemer”, som man kender det fra aktieselskaber med en spredt ejerkreds, hvor ingen enkelt ejer har bestemmende indflydelse, og derved føler sig ansvarlig for virksomhedens udvikling.
5. Gennem ændringer i bestyrelsens sammensætning kan kapitalfondene også ændre virksomhedens direktion. Ofte består bestyrelsen i kapitalfondsejede virksomheder af medlemmer med indgående branchekendskab og international erfaring. Det er muligt, at den nye sammensætning kan tilføre virksomheden mere værdi end mere almindelige bestyrelser, der i højere grad sammensættes af ”Tordenskjolds soldater”.
6. I bestyrelsen kan aktivt ejerskab vise sig ved hyppigere møder og kontakter mellem virksomhed og bestyrelsesmedlemmer uden for møderne, men først og fremmest ved et nyt fokus og dermed en ændret tidsanvendelse fordi kapitalfondsejede virksomheder i mindre grad fokuserer på kontrol og i højere grad på forretningsudvikling. Da den normale kontrolopgave i høj grad varetages af kapitalfonden, kan bestyrelsesmedlemmerne i højere grad koncentrere sig om andre opgaver såsom rådgivning og kontaktskabelse, der kan forøge virksomhedens indtjeningsevne. Der kan også være bestyrelsesudvalg, der fokuserer på særlige indsatsområder.
7. Som følge af det aktive ejerskab, forskydes magtbalancen mellem direktion og ejerskab i kapitalfondsejede virksomheder. Det kan blandt andet føre til hyppigere ledelsesudskiftning, idet direktionen måske i højere grad stilles til ansvar for selskabets resultater. I praksis vil den kloge kapitalfond imidlertid forsøge at holde på ledelsen så længe som muligt, for det kræver mange ressourcer at køre en ny ledelse ind.
8. Kapitalstrukturen, der er kendetegnet af en forholdsvis høj gældsætning, kan i sig selv opfattes som et ledelsesinstrument, fordi overskydende likviditet føres tilbage til ejerne, så det kan geninvesteres andre steder, frem for at blive ophobet i virksomheden. Dermed ansøres ledelsen til at retfærdiggøre investeringsforslag over for ejerne (kapitalfonden) og til at skabe tilstrækkelig likviditet til at betale renter og afdrag på gæld.
9. Incitamentbaseret aflønning til virksomhedens ledelse er et effektivt virkemiddel, der skaber en mere engageret ledelse. En kapitalfond vil derfor altid lade den administrerende direktør og den øvrige ledergruppe købe aktier i virksomheden på samme vilkår som fonden, hvilket giver dem en personlig risiko, men også en mulighed for en økonomisk gevinst. På den måde sikres det, at alle har samme interesser.
10. For at sikre, at ledelsen i kapitalfondene har incitamenter til at maksimere investorernes afkast, er det almindeligt at ledende medarbejde selv investerer i fondene på lige fod med investorerne. Det giver et afkast til partnerne, men i modsætning til institutionelle investorer løber partnerne i kapitalfondene en stor personlig risiko – det er deres egne penge, de investerer.

Dygtige kapitalfonde udnytter disse redskaber til at skabe mere værdi i virksomhederne. Det har ATP's afdeling for kapitalfonde dokumenteret i en dugfrisk undersøgelse, hvoraf det fremgår, at afkastet ved investeringer i kapitalfonde klart slår aktiemarkedet set over de sidste 10-15 år. Derfor vil kapitalfonde også fremover kunne tiltrække kapital fra investorer som ATP, LD og pensionskasser, hvilket vil være til stor gavn for danske lønmodtageres pensioner fremover.

Men det er langt fra alle virksomheder, der egner sig til kapitalfondsejerskab. Selv et velkvalificeret kapitalfondsejerskab må leve med usikkerhed om de fremtidige økonomiske vilkår – eksempelvis om låneomkostninger, prisudvikling på aktier og andre aktiver, økonomisk vækst m.v. Det er langt fra sikkert, at metoder, der har givet succes tidligere, vil vedblive med at gøre det i fremtiden, og kapitalfonde kan også tage fejl. Kapitalfonde skal derfor hele tiden orientere sig om nye måder at skabe værdi på, og det sker bl.a. via dialog med omverdenen.

Derfor ønsker kapitalfonde fremover at være en åben og aktiv samtalepartner, og vi forpligter os derfor fremover til at levere redelige fakta om branchen, som omverdenen kan forholde sig til. Det skal vores nye retningslinjer bidrage til, og det er vi glade, at vi bl.a. har fået LO's hjælp til undervejs i processen.

I Danmark og Europa er vi i hård konkurrence med virksomheder i andre verdensdele som Asien og USA, og derfor skal vi styrke de ejerformer, som giver de stærkeste virksomheder på sigt – og ikke svække dem gennem uhensigtsmæssig regulering. Det er vores håb, at vi gennem vores nye retningslinjer på sigt kan vinde bredere forståelse og accept for vores forretningsmodel, som er at skabe sunde og stærke virksomheder til gavn for vores investorer og til gavn for dansk konkurrenceevne i et bredt perspektiv.